



开源证券

## 寻找“隐形”冠军

### 医药行业2020年中期投资策略

姓名：杜佐远（分析师）

证书编号：S0790520050003

邮箱：duzuoyuan@kysec.cn

2020年6月26日

## ● 近2年医药投资机会集中于优质赛道及各领域龙头股

近2年医药行业受益标的集中，包括并不限于以下板块的龙头公司——1、医药创新：恒瑞医药、中国生物制药；2、医疗服务：眼科（爱尔眼科、欧普康视、兴齐眼药、康弘药业）、口腔（通策医疗）、体检（美年健康）、ICL（金域医学、迪安诊断）；3、药店：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂；4、新型疫苗：康泰生物、智飞生物、康希诺、万泰生物；5、血制品：天坛生物、华兰生物、博雅生物、双林生物；6、核药：东诚药业、中国同辐；7、麻药：人福医药。2020年至今这些龙头股表现均优异。

## ● 重大卫生事件推动医药行业进步，行业具备长期高景气度

2020年的新冠肺炎疫情等重大卫生事件往往推动着医药行业的进步，在新冠肺炎疫情防控下，疫苗研发成为焦点。同时，我国医疗体制改革仍在推进，医药新基建、药品创新，医疗服务等领域不断升级革新。我们认为，医药将是具有持续增长性的行业之一。

## ● 2020年下半年策略《寻找“隐形”冠军》

“隐形”冠军定义：市场关注度不高、尚未充分挖掘的、已经是或者潜在的细分领域冠军/准冠军。区别于市场比较熟悉的细分领域龙头，本文从我们的研究出发，从各细分领域寻找未来可能成长为细分领域龙头的公司，推荐标的（按2020年6月24日市值从大到小排序）：华大基因、东富龙、爱帝宫。受益标的（按2020年6月24日市值从大到小排序）：健帆生物、山东药玻、海普瑞、亿帆医药、英科医疗、天士力、金城医药、凯普生物、昌红科技、振德医疗、祥生医疗、透景生命、爱朋医疗、戴维医疗。后续我们将持续挖掘潜在的“隐形”冠军。

## ● 风险提示

板块高估值引发回调；医药可能的政策风险等。

# 目录

## CONTENTS

- 1 寻找“隐形冠军”——推荐及受益标的梳理
- 2 推荐及受益标的盈利预测
- 3 风险提示

# 1.1 华大基因：打造全球IVD龙头

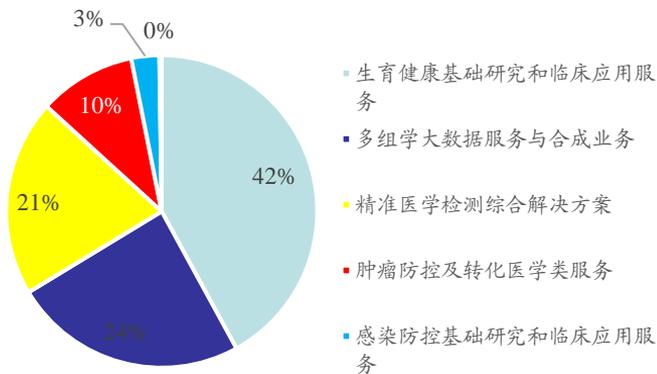
- 华大基因作为中国基因行业的奠基者，秉承“基因科技造福人类”的愿景，通过20多年的人才积聚、科研积累和产业积淀，是少数实现覆盖本行业全产业链、全应用领域的科技公司，已成为全球屈指可数的基因大数据中心、科学技术服务提供商和精准医疗服务运营商。
- 新冠试剂对公司而言不仅是一次性的业绩贡献，将产生深远的影响和思考：1) 此次新冠疫情，我们预计全年公司有望在海外建设超过100个火眼实验室，以新冠试剂为基础，未来将源源不断的输出公司产品线和全方位的服务——生育健康、肿瘤、感染防控等，将掘金目前全球700亿美元IVD市场。火眼实验室，主要由华大基因作为承建方和运营方，当地政府作为所有者，结合当地的实际需求，可合作和探索的模式和空间非常大，值得期待。2) 此次新冠疫情，公司将转变过去一味追求高通量测序等高端技术，更多考虑用性价比更高的技术来解决实际问题，因地制宜。
- 疫情加快了华大基因在海外的渠道建设，在抗疫之路上展现出的华大基因实力与担当，也给全世界传播了公司的品牌影响力。我们预计全年华大基因可以在海外完成超过100个火眼实验室的建设，将拉动海外业务的增长。

图1：华大基因已建火眼实验室几十个



资料来源：公司公告

图2：生育健康板块占公司总营收42%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

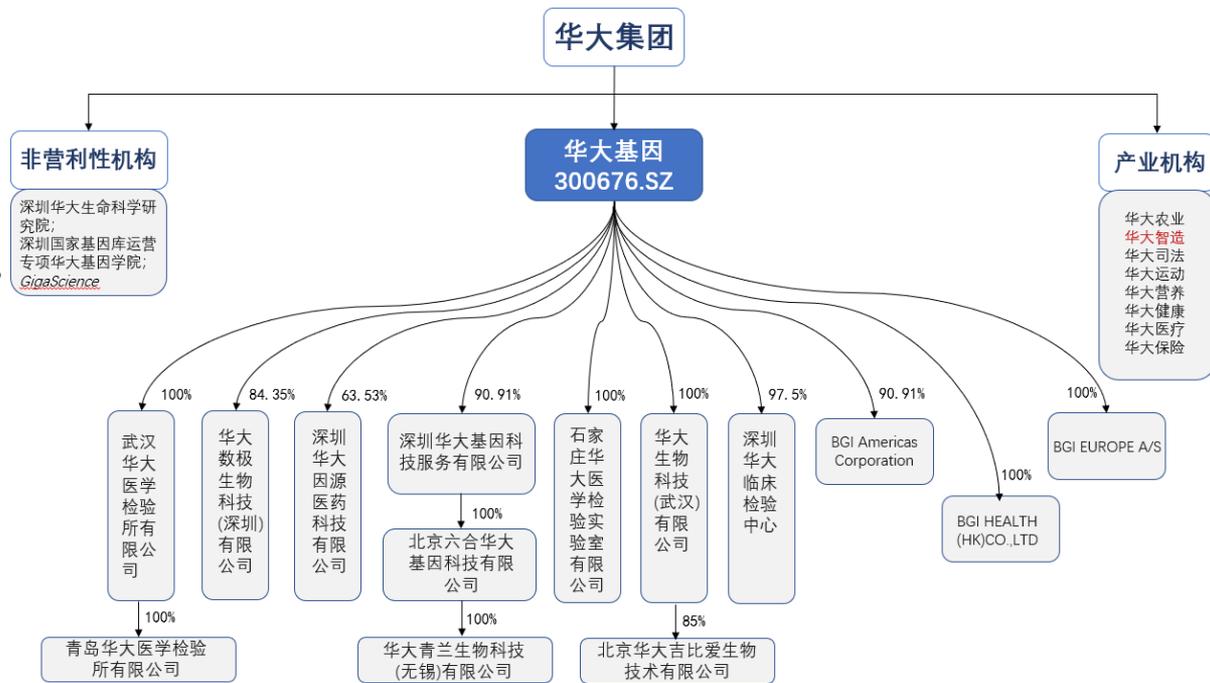
# 1.1 华大基因：打造全球IVD龙头

## 我们跟市场不同的观点：

过去投资者认为华大集团非上市部分会拖累上市公司的业绩，但我们认为体外资产是能够增强公司的整体竞争力的，从这次新冠疫情华大基因向全球打包出售核酸实验室解决方案就可得知，全产业链布局具有无可比拟的优势。上游华大智造的仪器投放将拉动下游华大基因的实际产品推广，华大研究院的基础研究也是上市公司保持技术领先的源泉之一。

公司初上市时受到了市场热烈的关注，作为精准医疗的领军者，享受了非常高的估值，随着市场对精准医疗概念的热情逐渐褪去，又把公司当作一家“平平无奇”的企业，如今，公司在保持NIPT领域的优势之外，梳理了其他的业务板块，成立了重点开展感染防控的“华大因源”和专注肿瘤检测的“华大数极”，希望能够将公司在这两个领域的技术沉淀转化成商业成果，未来可以实现多条腿走路。

图3：华大集团整体作战能力强



资料来源：公司公告、开源证券研究所

# 1.1 华大基因：打造全球IVD龙头

- 公司未来的增长将由中国大陆、海外和港澳台业务组成，中国大陆的增长主要将由肿瘤防控和病原感染推动，生育健康及其他板块略有增长；海外和港澳台增长短期是新冠检测试剂推动，中长期将借助火眼实验室，结合当地需求，因地制宜开发、导入公司检测产品，以及其他可能的合作模式。
- **盈利预测假设：**1) 假设2020年公司新冠试剂（出口+国内）整体正常发货，2021年-2022年新冠试剂逐步下滑；2) 海外火眼实验室带动公司非新冠产品出口2021年开始贡献大量收入和利润，带动海外和港澳台2021年开始高增长；3) 中国大陆业务平稳增长。
- 我们预计公司 2020/2021/2022年分别实现营业收入 94.56/76.35/82.25 亿元，同比增长 237.7%/-19.3%/7.7%，实现归母净利润 27.07/17.51/20.74 亿元，同比增长 879.6%/-35.3%/18.4%，EPS分别为 6.77/4.38/5.18 元。

表1：华大基因营业收入拆分和预测

	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	2800	9456	7635	8225
Yoy	10%	238%	-19%	8%
营业成本	1301	2975	3091	3529
毛利率	53.6%	68.5%	59.5%	57.1%
Yoy	10%	883%	-32%	14%
1、中国大陆业务	2336	2453	2821	3103
Yoy	13.90%	5.00%	15.00%	10.00%
2、海外和港澳台业务	464	603	2714	4071
Yoy	-4%	30.00%	350.00%	50.00%
3、新冠业务		6400	2100	1050
销量（万）		8000	3000	1500
均价（元）		80	70	70

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2 健帆生物：血液净化的创新引领者

- 公司是具有创新技术的血液净化产品提供商，主要从事血液灌流相关产品及设备的研发、生产与销售，自主研发的一次性使用血液灌流器、一次性使用血浆胆红素吸附器、DNA免疫吸附柱及血液净化设备等产品广泛应用于尿毒症、中毒、重型肝病、自身免疫性疾病、多器官功能衰竭等领域的治疗，可有效挽救患者生命或提高病患者生活质量。目前公司产品已覆盖全国5,000余家二级及以上医院，品牌影响力不断提升，产品销售收入呈现快速增长趋势。
- 拟15亿投资血液净化项目，未来逐步拓展产品线：公司近期公告拟投资15亿血液净化项目（主要涵盖血液灌流和血液透析类相关产品），丰富整体血液净化产品线，形成以珠海基地为主体、以黄冈天津基地为双翼、辐射全国的产能战略布局。同时公司拟筹划公开发行可转债不超过10亿，主要用于血液净化产品产能扩建，以及湖北健帆血液透析粉液产品生产基地建设和营销体系升级（肾病的疗程化推广和肝病的“一市一中心”）等，着眼长期发展，提高抗风险能力。

图4：公司提供解决方案和产品

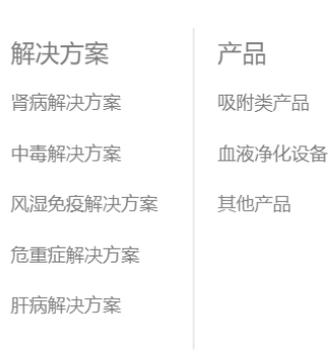
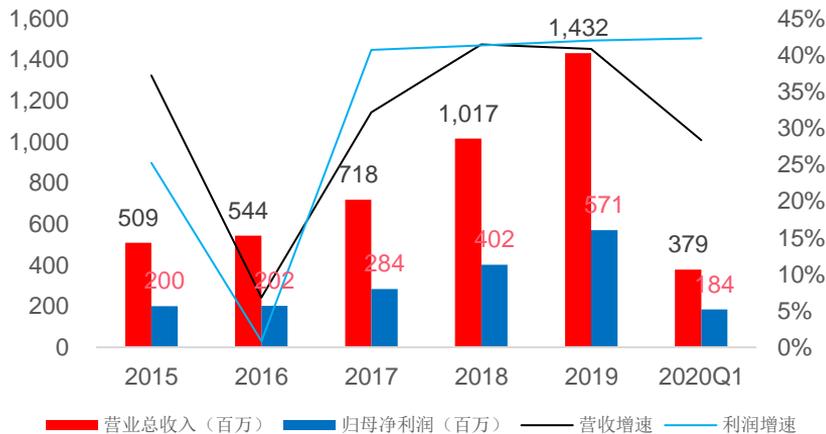


图5：公司2019年销售血液灌流器约13亿

图6：公司近年都保持了较高增长，业绩亮眼



资料来源：公司官网

数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

# 1.3 山东药玻：模制瓶龙头，多个产品市占率领先

- 山东药玻是国内模制瓶龙头，市占率在80%以上，行业地位稳固，也是国内两家拥有中性硼硅模制瓶（一类模制瓶）生产能力的企业之一；棕色瓶主要用于保健品市场、化妆品，市占率在50%以上；此外公司拥有管制瓶、安瓿瓶和丁基胶塞和预灌封针等多种产品，多个产品国内市占率领先。
- 2019年公司营业收入29.92亿元（+15.78%），其中制造业收入27.31亿元（约3.41亿欧元），归母净利润4.59亿元（+28.05%）。与全球主要医药玻璃生产企业对比，2019年公司制造业收入体量仅次于德国Gerreshiemer和德国肖特公司，成为全球药用玻璃包装的领先者，步入第一梯队阵营并成为全球前三强。

表2：山东药玻多个产品市占率领先

产品	公司销售情况	主要竞争对手情况	市场规模
模制瓶	2019年模抗瓶销量73亿支，此外还有日化瓶、大输液用玻璃瓶等	德州晶峰制品有限公司产能约15亿支，销量约10亿支；四川广汉玻璃制瓶有限公司约5000万支	公司市占率约80%，预计规模90亿支以上
一类模制瓶	2019年销量2亿支	四川阆中光明玻璃年产量2800-3000万只	2亿支左右
棕色瓶	2019年产能20亿支以上	日照鼎新、青岛昱泰等多家同行业竞争对手产不足20亿支	40亿支左右
管制瓶和安瓿瓶	管制瓶销量12-14亿支左右；安瓿销量12亿支左右	国内有肖特、双峰、正力、正川、力诺、四星等众多竞争对手，有注册证的厂家82个（本公司2个），竞争激烈且格局较为分散	药用约120亿支
丁基胶塞	产能60多亿支，行业内规模最大，2019年销量41亿只	胶塞行业内拥有注册证的企业60余家，总产能达到520亿支，销量达到400亿支左右	440亿支

表3：公司步入全球药用玻璃包装行业前三强

公司	销量	收入规模
德国 Gerreshiemer	模制 I/II/III 类产品大约 35 亿支，管制大约 40 亿支	6.9亿欧元
法国 SGD 公司	模制 I/II/III 类玻璃产品29亿支	2.8 亿欧元
意大利 Boromioli	模制 I/II/III 类玻璃产品15亿支	1亿欧元
印度 Piramal/AGI	模制 I/II/III 类玻璃30支	1.5亿美元
德国肖特公司	管制产品包括安瓿年销售量大约 70 亿支	5 亿欧元
日本 NEG	药用管制瓶和安瓿35亿支	2.55 亿美元
山东药玻	模抗瓶销量73亿支；一类模制瓶2亿支	29.92亿元,其中制造业收入27.31亿元

资料来源：公司公告、开源证券研究所

资料来源：公司公告、开源证券研究所

# 1.3 山东药玻：公司持续受益于药用包材升级

- 中性硼硅玻璃在耐水性、耐酸耐碱性、抗冷冻性、热稳定性、灌装速度等方面都远优于钠钙玻璃和低硼硅玻璃。2020年5月14日发布《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》，同日CDE发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》等3个技术指导文件，明确提出：注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂，以保证药品质量与参比制剂一致。国外医药企业普遍选择中性硼硅玻璃作为药用玻璃的材料，制剂企业为通过一致性评价会逐步将包材由钠钙/低硼硅材质升级为中硼硅材质。2019年公司一类模制瓶继续保持高速增长，销售量达到2亿支以上，实现40%的增长；随着注射剂一致性评价推进，公司作为一类模制瓶龙头，持续受益于药用包材升级。
- 一致性评价开始后，一部分小容量注射液包材会有替换需求，销量占比有所提升，中性硼硅模制瓶均价会比目前有所降低，假设一类模制瓶均价为0.6元/支，一类管制瓶假设均价为0.3元/支；2) 市占率：公司为中性硼硅模制瓶龙头，假设市占率为90%；中性硼硅管制瓶竞争较为激烈，假设市占率为10%；3) 毛利率：预计中性硼硅模制瓶毛利率为60%；中性硼硅管制瓶毛利率为35%。最终结果为中性硼硅模制瓶替代需求可增厚公司毛利8.75亿元-14.58亿元，增厚公司毛利79%-132%；中性硼硅管制瓶替代需求可增厚公司毛利0.38-0.63亿元，增厚公司毛利3-6%。

表4：一致性评价后中性硼硅模制瓶替代需求增加将显著增厚公司利润

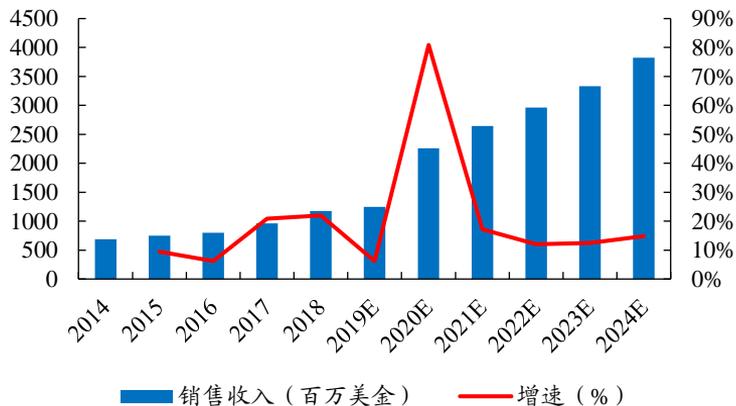
产品	市场空间 (亿支)	替代率	一类瓶用量 (亿支)	均价 (元/支)	一类瓶市场空间 (亿元)	公司收入 (亿元)	毛利 (亿元)	新增毛利占2019年毛利比例
模制瓶	90	30%	27	0.6	16.2	14.58	8.75	79%
		40%	36		21.6	19.44	11.66	106%
		50%	45		27.0	24.30	14.58	132%
管制瓶	120	30%	36	0.3	10.8	1.08	0.38	3%
		40%	48		14.4	1.44	0.50	5%
		50%	60		18.0	1.80	0.63	6%

数据来源：Wind、公司公告、正川股份招股书、开源证券研究所

## 1.4 海普瑞：立足中国，全球运营的国际制药企业

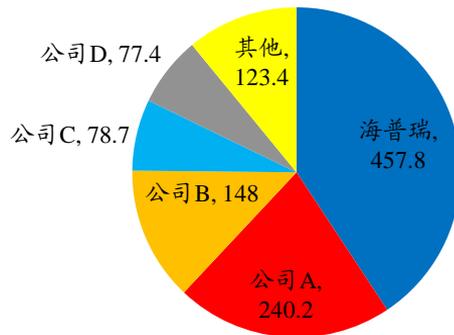
- 海普瑞战略性布局肝素全产业链，有望颠覆全球肝素制剂市场格局。从原料的供应、原料药的生产到依诺肝素制剂的销售，公司拥有涵盖肝素产业价值链的全面整合业务模式，凭借独特的业务模式，以及最先进的供应链管理、专有生产技术、严格的质量控制和标准以及大规模生产能力，奠定了公司在全球依诺肝素市场处于领先地位。
- 肝素原料药资源属性，海普瑞全球范围布局上游粗品，规模最大，具备强有力的定价权，中长期盈利能力有望持续提升。公司缩短肝素原料药出口定价周期到1个月（原来6个月或一年），上游粗品提价可及时向下游传导，预计从2019年四季度原料药业务毛利率有望提升，预计2020年肝素原料药9万亿单位（18年8万多亿单位），价格随行就市后预计贡献8亿净利润。肝素原料药受制于猪小肠，属于资源品，且公司在上游猪小肠全球布局最强，奠定全球龙头地位，下游肝素制剂需求旺盛，肝素原料药业务中长期有望持续稳定增长。

图 7：全球肝素API市场持续稳健增长（出厂口径）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图 8：海普瑞全球肝素API龙头地位稳固（百万美金）

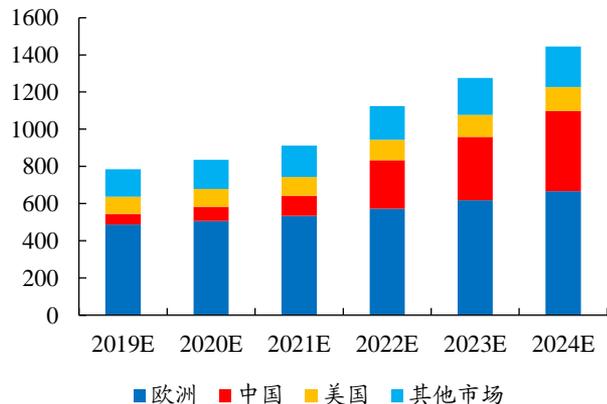


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.4 海普瑞：立足中国，全球运营的国际制药企业

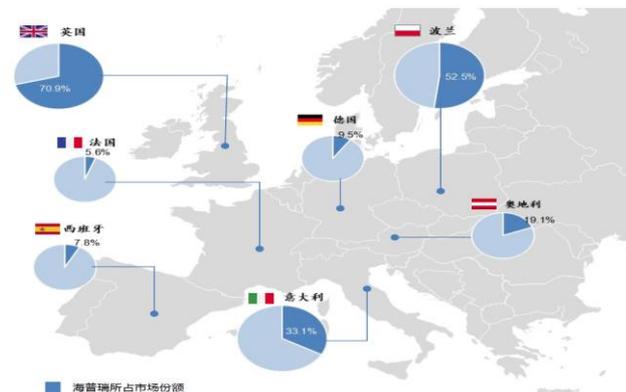
- 依诺肝素为全球销量最大的抗血栓药物之一。2016年全球销量接近7亿支，销售额约31亿美金，预计2024年将超过14亿支，市场规模达56.7亿美金。其中欧洲市场是全球最主要肝素药物消费市场，全球市场份额60%左右，预计2024年达6.7亿支，期间复合增速6.5%；中国市场全球增长最快，2019年销量约5800万支，预计2024年可达4.3亿支，期间复合增速50%；美国市场2019年销量约9200万支，预计2024年可达1.2亿支，期间复合增速约7%。
- 海普瑞正成为欧洲依诺肝素制剂市场领导者。天道依诺肝素已经进入欧洲前7大市场，2019年销量占到欧洲市场份额18%，并已经成为英国、波兰等欧洲国家的市场领导者，凭借产品质量和成本优势，正处于量价齐升阶段：1) 量：目前仅次于赛诺菲全球第二，预计未来三年复合增速40%以上，2020年预期销量1.5亿支，长期销售目标10亿支，全球占比2/3；2) 价格：成本推动终端价格上涨+药店占比提升（药店价格是医院的1.5倍，目前药店销量占比30%，未来70%），依诺肝素盈利有望大幅提升。

图 9：全球依诺肝素制剂销售预测（百万支）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图 10：海普瑞正成为欧洲依诺肝素制剂市场的领导者



资料来源：公司公告

# 1.4 海普瑞：立足中国，全球运营的国际制药企业

- 赛湾生物快速发展，2018年实现扭亏为盈，预计2019年净利润1000万美金，2020年有望实现翻倍增长。赛湾下游客户处于临床3期项目6-7个，未来产品上市销售后的商业化生产大概由赛湾负责，可持续为公司提供利润。此外赛湾将承接海普瑞创新药生产。
- 创新药前瞻性全球化布局，定位first in class，创新药历史上投资超过20亿，昂瑞生物一线治疗性疫苗Oregovomab国际多中心IIb期临床试验组PFS 41.8个月，是对照组（12.2个月）近3.5倍，是目前一线治疗原发卵巢癌疗效最好品种。RVX-208获得FDA的突破性疗法认定，有利于商业开发和公司创新药业务的发展和布局。

表5：海普瑞多个在研发创新药品种进入临床2/3期阶段

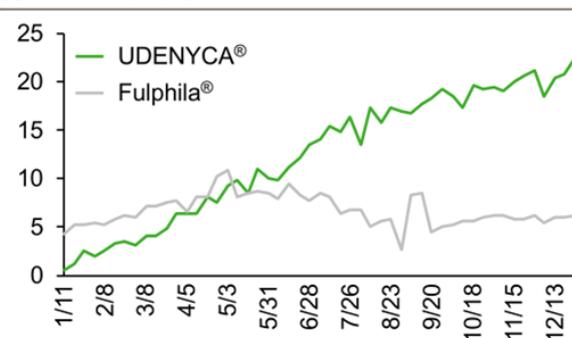
药物名称	靶点/作用机制	适应症	合作企业	持股比例	开发及商业化权利持有人	IND	一期	二期	三期
Oregovomab	与CA125抗原结合后的免疫刺激	原发性晚期卵巢癌	OncoQuest	38.74%	昂瑞 (大中华区)	→	→	→	
		复发性晚期卵巢癌 (Oregovomab+Hiltonol)				→	→		
		复发性晚期卵巢癌 (Oregovomab+PD-1抑制剂nivolumab)				→	→		
		复发性晚期卵巢癌 (Oregovomab+PARP抑制剂Niraparib)				→	→		
mAb-AR20.5	与MUC1抗原结合后的免疫刺激	胰腺癌				→			
AR-301	革兰氏阳性绿脓杆菌释放的α-毒素	绿脓杆菌肺炎	Aridis	9.86%	深圳瑞迪 (大中华区)	→	→	→	
AR-101	革兰氏阴性绿脓杆菌O11血清	绿脓杆菌肺炎				→	→		
RVX-208	BET家族成员的BD2结构域	2型糖尿病并发冠心病	Resverlogix	38.80%	海普瑞 (大中华区)	→	→	→	
		慢性肾脏病				→	→		
		新适应症				→	→		
HI710	肝素酶 (HPA)	胰腺癌	海普瑞自研	100%	海普瑞 (全球)	→			
HTD1801	调节脂代谢和免疫反应	高血脂症	君圣泰	48.22%	君圣泰 (全球)	→	→	→	
		原发性硬化性胆管炎				→	→		
		非酒精性脂肪肝 (NASH)				→	→		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

# 1.5 亿帆医药：F-627临床研究接近尾声，美国市场销售峰值有望超5亿美元

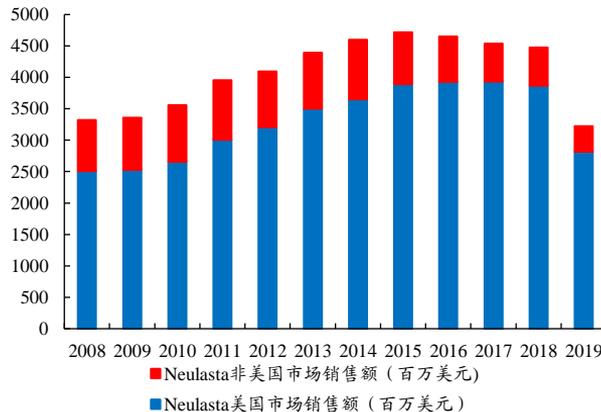
- 子公司健能隆（持股比例62%）拥有DiKine™ 双分子和ITab™ 免疫抗体两大先进的生物药创新研发平台。核心品种F-627开展了两组临床III期研究，其中04方案是与安慰剂对照，结果已经于2018年1月披露，F-627治疗组患者的重度（4级）嗜中性粒细胞减少症持续时间显著低于安慰剂对照组（即 $P < 0.0001$ ），同时受试患者安全性达到预期。05方案是与Neulasta对照，已完成末例受试者的末次访视，正在进行临床试验数据统计与分析。我们认为F-627未来大概率有望获得FDA批准上市。
- 2018年至今美国市场已有SANDOZ、COHERUS和MYLAN3家Neulasta的生物类似药上市，其中COHERUS的产品在上市仅1年后就取得了20%的市占率。F-267的竞品包括：1) 3个已上市的生物类似药；2) 处于研发阶段生物类似药厂家有Hospira和Apotex，但与原研Amgen公司存在专利纠纷，上市进度存在不确定性；3) 创新药，代表品种为Spectrum Pharmaceuticals的eflapegarstim，该产品已经于2019年10月向FDA提交BLA，FDA计划在2020年10月24日之前对申请做出决定。我们认为F-627有望成为第5个上市的Neulasta的生物类似药或同类创新药。
- 我们以未受到生物类似药影响的2017年美国市场销售额39.31亿美元为基数进行测算，保守假设F-627最终市占率为15%。价格方面，生物类似药各竞争厂家之间定价较为理性，且F-627为创新药，定价应高于生物类似药。我们假设F-627定价为原研Neulasta的90%。综合以上分析，我们认为F-627美国市场销售峰值有望达到5.31亿美元（ $39.31 \text{ 亿美元} * 15\% * 90\%$ ）。

图11: Coherus的Neulasta生物类似药市占率快速增长  
% of Unit Share



数据来源：Coherus、开源证券研究所

图12: Neulasta受生物类似药陆续上市影响销售额下滑



数据来源：米内网、开源证券研究所

- 公司于2020年1月公告了F-627国内临床III期研究结果，F-627与对照药物（原研进口药物重组人粒细胞集落刺激因子）相当。另外，F-627的整体安全性良好，较对照药物，不良事件发生率及严重程度等方面均无明显差异，与F-627相关的不良反应多为轻中度，表明F-627具有良好的安全性和耐受性。
- 国家癌症中心2019年的统计数据 displays，我国每年新发癌症病例400万例/年，《柳叶刀·肿瘤》研究数据显示，全球最佳化疗利用率为57.7%，预计我国接受化疗的患者人数可达230万人。初治患者中性粒细胞减少性发热症（FN）的发生率在25%-40%，长效G-CSF上市后陆续进入医保后，渗透率有望得到大幅提升，假设最终35%的化疗患者使用长效G-CSF。考虑到F-627为创新药，定价应高于普通长效G-CSF，每位患者整体治疗费用为预计为15000元。根据以上假设测算，F-627中国市场销售峰值有望达到15.53亿元（230万人\*35%\*15000元）。加上美国市场销售峰值5.31亿美元，合计为7.53亿美元。若再考虑其他地区市场销售，预计F-627销售峰值可达到8亿美元以上。

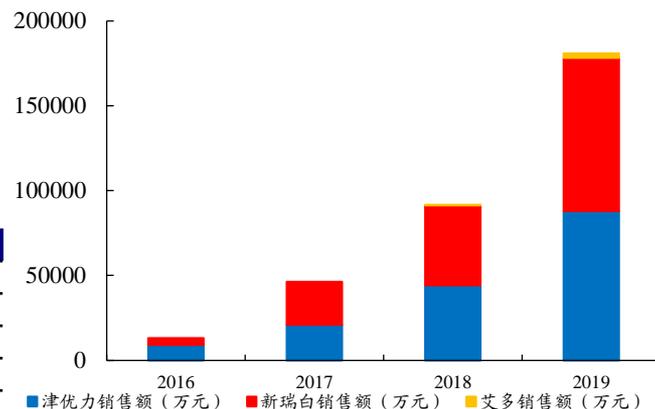
- 国内已有3种长效rhG-CSF上市，分别是齐鲁制药的“新瑞白”、石药集团的“津优力”（通用名均为聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液）和恒瑞医药的“艾多”（通用名为硫培非格司亭注射液）。聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液于2017年进入全国医保目录后销售额快速增长，2019年3种长效rhG-CSF样本医院销售额合计为18.08亿元。而同期短效rhG-CSF样本医院销售额维持在8亿元左右，长效rhG-CSF市场份额迅速扩大。

表6：国内已上市长效rhG-CSF定价高于短效rhG-CSF

厂家	产品	规格	中标价(元/支)	使用量	治疗费用(元)
齐鲁制药	新瑞白	1ml:3mg	1622.4	8	12979
石药集团	津优力	1ml:3mg	1656.2	8	13250
恒瑞医药	艾多	0.6ml:6mg	3680	4	14720
齐鲁制药	瑞白	0.6ml:100ug	80.92	30	2428

资料来源：米内网、开源证券研究所

图13：国内长效rhG-CSF市场份额迅速扩大

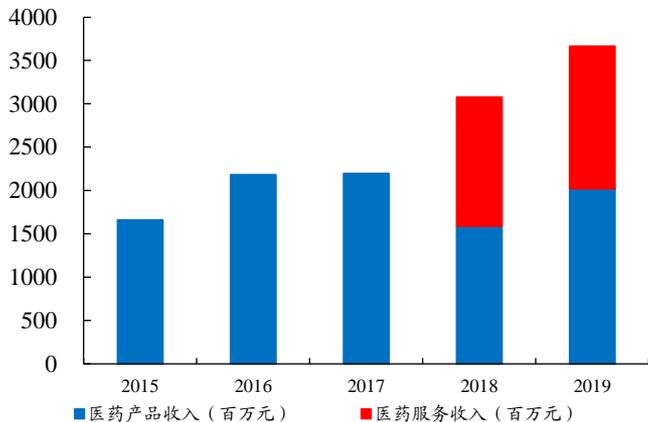


数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.5 亿帆医药：代理品种不断丰富，自有制剂处于放量期

公司制剂业务可分为两部分。一是合作代理产品，公司利用自身在在药品营销网络及市场推广等方面积累的经验及资源优势，推广其他厂家产品，公司通过收取市场推广服务费等方式获取收益。近年来通过收购NovoTek、赛臻等公司进一步丰富产品线，新获得了注射用唑来膦酸浓溶液（诺华）、重组人胰岛素（Bioton）、乳果糖口服溶液（Fresenius KABI）等多个新品种经销权。公司自有产品多为独家产品，竞争格局良好，且多数产品于2017年进入全国医保目录，处于放量期。预计公司未来制剂业务仍将保持稳健增长。

图14：亿帆医药制剂业务稳中增长



数据来源：米内网、开源证券研究所

表7：亿帆医药拥有多个独家品种

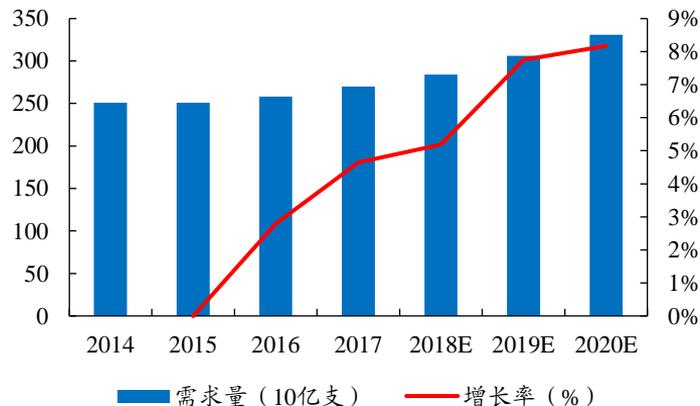
产品	销售模式	医保情况/是否为基药	国内竞争格局
注射用头孢他啶	代理	全国医保乙类/是	83家企业生产
注射用唑来膦酸浓溶液	代理	全国医保乙类/否	独家
注射用更昔洛韦	代理	全国医保乙类/否	85家企业生产
重组人胰岛素	代理	全国医保甲类/是	10家企业生产
注射用重组人生长激素	代理	全国医保乙类/否	8家企业生产
乳果糖口服溶液	代理	全国医保乙类/是	11家企业生产
小儿青翘颗粒	自有产品	全国医保乙类/是	独家
除湿止痒软膏	自有产品	全国医保乙类/是	独家
缩宫素鼻喷雾剂	自有产品	全国医保乙类/否	独家
复方黄黛片	自有产品	全国医保乙类(谈判)/是	独家
妇阴康洗剂	自有产品	全国医保乙类/否	独家
复方银花解毒颗粒	自有产品	全国医保乙类/是	独家
皮敏消胶囊	自有产品	全国医保乙类/否	独家
麻苈消咳颗粒	自有产品	全国医保乙类(谈判)/否	独家
富马酸依美斯汀缓释胶囊	自有产品	全国医保乙类/否	独家
颈通颗粒	自有产品	全国医保乙类/否	独家
延丹胶囊	自有产品	全国医保乙类/否	独家

资料来源：公司公告、米内网、开源证券研究所

## 1.6 英科医疗：打造全球一次性医疗手套龙头

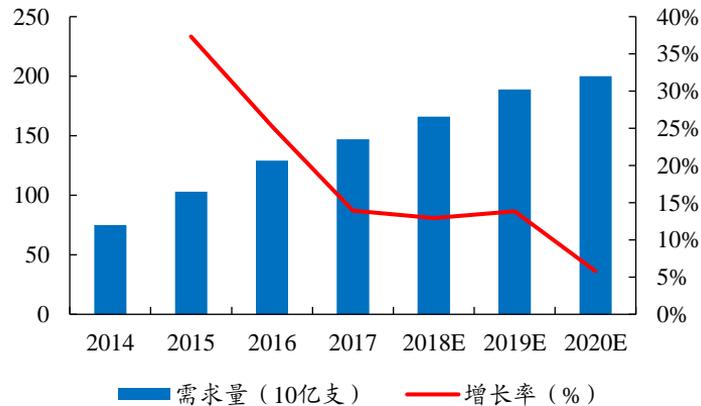
- 全球丁腈手套需求旺盛，新冠疫情有望导致丁腈手套中长期供需偏紧。2017年全球一次性防护手套4170亿只，医疗级占比约64.7%，医疗手套中72%为丁腈、乳胶手套。由于乳胶可能导致部分人群皮肤过敏及价格较高等缺点，PVC及丁腈在医疗领域的使用比例逐步提升。未考虑新冠疫情影响，全球一次性手套市场稳健增长，2020年超5000亿只。International Trade Centre统计数据，2017年全球销量达4170亿只，2009-2017年复合增长率7.7%左右，预计2020年将达到5310亿只，未来3年复合增速8.39%：1) 医疗级2700亿只，2009-2017年复合增速5.5%，预计2020年达3310亿只，同比超8%；2) 非医疗级1470亿只，2009-2017年复合增速12.3%，预计2020年达2000亿只。新冠疫情导致防护手套需求激增，考虑疫情对手套的需求并非完全一次性影响，而是改变医生/消费者习惯永久性的增加了手套的需求。疫情前2019年全球手套需求近5000亿只，年增加8%，供给端也是个位数增长；疫情有望带来手套永久性需求增量20%-40%，即1000-2000亿只增量。

图 15: 全球医疗级防护手套需求旺盛（未考虑新冠疫情影响）



数据来源：International Trade Centre and Company、开源证券研究所

图 16: 全球非医疗级手套市场稳定增长（未考虑新冠疫情影响）

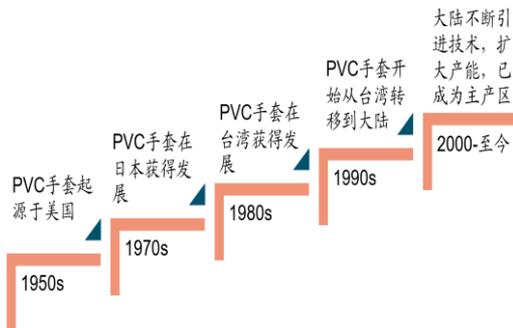


数据来源：International Trade Centre and Company、开源证券研究所

## 1.6 英科医疗：打造全球一次性医疗手套龙头

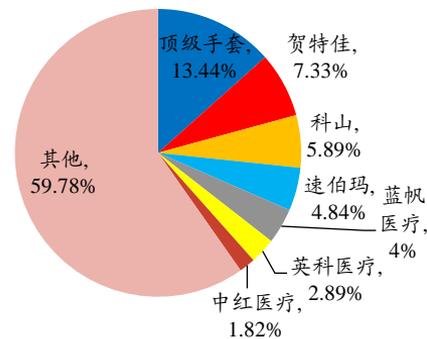
- 当前中国为PVC主产地，丁腈产业链主要在马来西亚。一次性PVC手套上世纪50年代起源于美国，70年代在日本获得发展，后由中国台湾转移到中国大陆。2000年以来，我国已经成为世界上最大的PVC手套生产地区，关键的的糊树脂技术，工艺技术也在不断改进。马来西亚是一次性手套最大的生产基地，但一次性防护手套市场集中度不高，2018年顶级手套、贺特佳、科山橡胶等前三大手套企业2018年全球一次性手套市占率26.7%，大部分市场为中小型手套生产企业占据。
- 多重竞争优势驱动丁腈手套产业链向中国大陆产业转移，有望复制PVC手套产业转移路径。1) 原材料丁腈胶乳来自石油化工，占总成本50%，国内原材料较马来低8%以上；2) 生产要素方面，马来商业用地50万以上一亩，中国更廉价；3) 马来西亚使用天然气和生物质，成本是国内动力煤的2倍；4) 人力成本方面，马来西亚全国只有3200万人，大量用到外劳，效率低，风险大，2020年以来马来西亚外劳人力成本涨50%。国内比较容易招到优秀的研发和生产人员，虽然国内产业工人比马来贵，但效率高相；4) 比东南亚企业，中国具备工业配套、生产成本、环境等优势。我们判断丁腈手套有望复制PVC手套产业转移路径，新冠疫情加速国内龙头企业丁腈手套产能扩建进度，丁腈手套产能正加速向中国转移。

图 17：中国大陆已成为全球PVC手套主产地



资料来源：开源证券研究所

图 18：全球非医疗级手套市场稳定增长（未考虑新冠疫情）

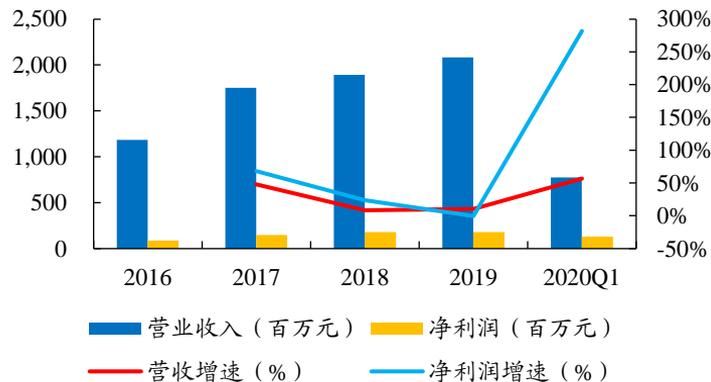


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.6 英科医疗：打造全球一次性医疗手套龙头

- **量价齐升，2020年一季度开始业绩爆发式增长，业绩有望逐季度超预期。**公司医疗防护手套量价齐升，带动业绩爆发式增长：  
1) 量：2019年8月投产16条PVC产线，2020年一季度产能同比增加27%，此外，新增20条丁腈双模生产线、10条PVC双模生产线将在2020年二、三季度投产，将释放90亿只/年手套产能；  
2) 价：新冠疫情导致丁腈和PVC手套价格大幅上涨，手套业务毛利率和净利润率大幅提升。
- **跨越式发展为全球一次性防护手套龙头企业。**新冠肺炎疫情爆发导致全球手套需求激增，而中长期看疫情改变生活习惯引起的增量需求不会因为疫情的结束而消失，丁腈手套有望中长期供需偏紧。英科医疗凭借资本实力和技术优势，正在加速扩建产能，未来将形成“山东-安徽-江西-越南”全球四大手套生产基地。2019年底产能已达190亿支，2020年底产能有望扩张到280亿只，在投项目全部投产后产能有望突破千亿只，成为全球手套龙头企业。

图 19：新冠疫情驱动英科医疗业绩爆发式增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表 8：在投资项目完成后将成为全球手套龙头企业

序号	项目内容	生产基地	投资金额	项目进展
1	160亿只手套	怀宁	20亿元	2020年6月已签订协议
2	210亿只手套	濉溪	22.76亿元	项目筹建中
3	271.68亿只手套	彭泽	30亿元	项目建设中
4	88.2亿只手套	越南	1.4亿美金	项目筹建中
5	280亿只手套	濉溪	25亿元	已部分达产
6	电动轮椅	张店	10亿元	已部分达产
7	轮椅	镇江	8.16亿元	已经部分达产

资料来源：公司公告、开源证券研究所

# 1.7 天士力：现代中药领军企业，逐步向创新型企业转型

- 天士力拥有现代中药、化学药、生物药、医药商业四大业务板块，核心品种包括复方丹参滴丸、养血清脑滴丸、替莫唑胺胶囊、注射用重组人尿激酶原（普佑克）等。公司是国内心脑血管创新药龙头企业，2019年注射用丹参总酚酸、注射用益气复脉、普佑克通过医保谈判纳入全国目录。
- 近年来公司现代中药板块增速下降，业绩面临一定压力，2019年公司实现营业收入189.98亿元（+5.6%），其中中药收入43.48亿元（-18.86%），归母净利润10.01亿元（-35%）。但公司仍然加大研发支出力度，通过自主研发、产品引进、合作研发、投资市场许可优先权等方式，在心脑血管、消化代谢、抗肿瘤疾病等领域不断布局，拓宽研发管线。2019年公司研发投入为8.10亿元，占医药工业收入比重为13.03%。
- 截至2020年1季度末母公司报表应收账款+应收票据余额（主要是公司中药业务应收款项）同比下降约10%，其中应收账款同比下降24%，表明公司医药控制工业应收账款规模取得明显效果，渠道库存情况逐步好转。

图20：近年来天士力业绩面临一定压力

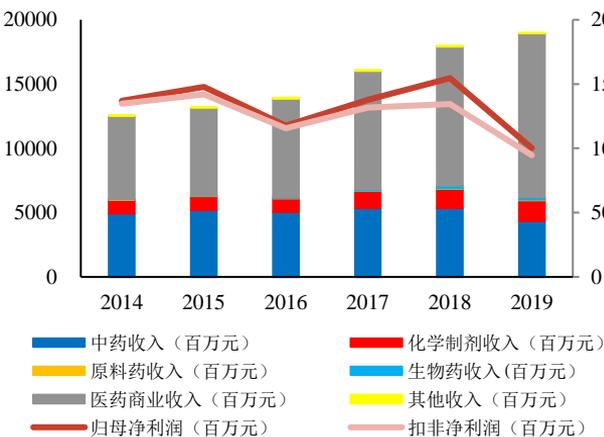


图21：天士力母公司报表口径应收款项逐步下降

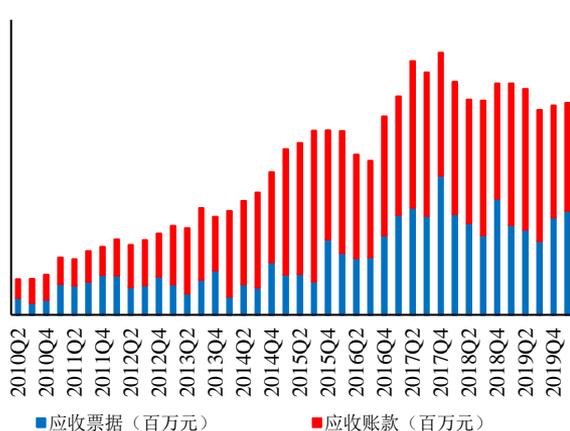
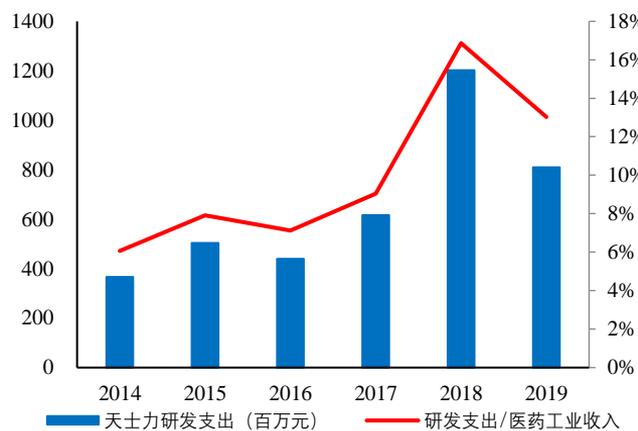


图22：天士力研发力度逐步加大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

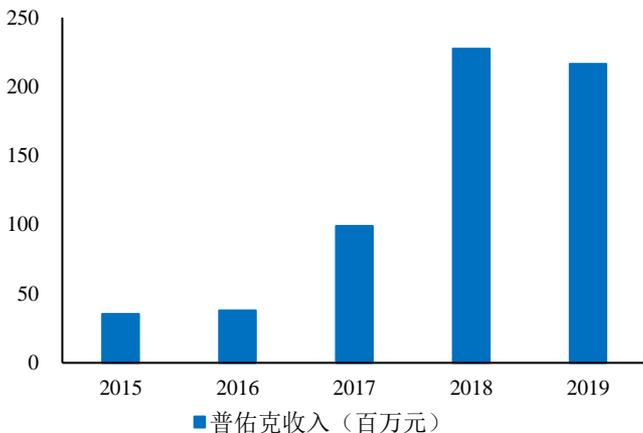
数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

# 1.7 天士力：拟出售医药商业业务聚焦医药工业，多个产品纳入医保有利于长期增长

- 公司大品种如复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）等增速放缓但销量基本稳定，未来仍可为公司业绩提供支撑；化药核心品种替莫唑胺胶囊竞争格局良好，快速增长；普佑克具备开通率高、安全性好的特点，在溶栓药物市场的具有竞争优势，2017年通过谈判纳入全国医保目录之后销售额快速增长。
- 2020年1季度公司实现营业收入39.53亿元（-13.53%），归母净利润2.95亿元（-34.21%），主要由于：1）疫情影响药品正常销售；2）普佑克、注射用益气复脉、注射用丹参总酚酸通过谈判纳入医保后分别降价50%、58%和77%。随着国内疫情得到控制，预计公司业绩将逐季度改善；降价对公司业绩的影响主要体现在2020年，但从长期看进入医保有利于销量增长。我们从2021年起公司将迎来业绩拐点。
- 公司于2020年6月14日公告，拟向重庆医药出售从事医药商业业务子公司天士营销99.9448%股权，交易价格为14.89亿元。交易完成后公司将聚焦于医药工业，同时也有助于公司资产负债率、应收账款和经营性现金流状况持续改善。

图23：普佑克纳入全国医保后增长迅速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表9：天士力中药产品收入规模保持稳定

产品	单位	销量（单位：万）					收入规模（亿元）
		2015	2016	2017	2018	2019	
复方丹参滴丸	盒	13319	13649	14744	13845	12013	25-30
养血清脑颗粒	盒	2353	2338	2314	2174	2124	5-10
养血清脑丸	盒	384	331	493	502	475	
注射用益气复脉	支	16544	1426	1373	1298	1371	
替莫唑胺胶囊	瓶	36	31	44	49	58	5-10
注射用丹参总酚酸	支	47	98	91	114	—	2-5
水林佳	盒	1049	921	1237	1280	1006	2-5

数据来源：公司公告、开源证券研究所

- 天士力生物为公司的生物药平台。天士力生物于2018年进行了股权激励和增资扩股，增资完成后天士力生物估值为18.95亿美元完成后，公司仍持有天士力生物92.37%股权，对应权益价值为17.5亿美元。
- 天士力生物主要围绕心脑血管、肿瘤及免疫、消化代谢三大治疗领域进行产品布局，是集投资、研发、引进、生产和销售于一体的开放型生物药全产业链平台。天士力生物拥有多个在研品种，其中普佑克已经以治疗急性ST段抬高心肌梗死适应症获批上市，急性缺血性脑卒中（0-4.5h、4.5-6h两个时间窗）适应症进入临床III期研究，急性肺栓塞处于临床II期。与同类产品相比，普佑克具有开通率高，出血率低，安全性好等特点，在溶栓药物中具有较强的竞争力。SY101(重组全人源抗EGFR单克隆抗体)、T101（慢性乙肝治疗性疫苗）均已经进入临床II期研究，多个品种处于临床I期研/临床前阶段。此外天士力生物还投资了天境生物、健亚生物等多家知名生物创新药企业。
- 2020年6月13日公司发布公告，拟拆分天士力生物于科创板上市。分拆上市有助于提高天士力生物融资能力，持续创新药研发力度。

表10：天士力生物研发管线覆盖心脑血管、肿瘤和自身免疫、消化免疫三大领域

治疗领域	产品	适应症	进度
心脑血管疾病	普佑克	急性ST段抬高心肌梗死	上市
		急性缺血性脑卒中	临床III期
		急性肺栓塞	临床II期
	重组全人源抗PCSK9单克隆抗体注射液(B1655)	高胆固醇血症	获批临床
肿瘤及自身免疫	SY101	晚期结直肠癌	临床II期
	SY102	白血及实体瘤	临床前
	T601	晚期消化道恶性实体瘤	临床I期
	B1451	类风湿性关节炎及老年性黄斑变性	临床前
	B1452	非霍奇金淋巴瘤	临床前
	B1453	晚期恶性实体瘤	临床前
消化代谢	T101	慢性乙肝	临床II期
	B1344	II型糖尿病和NASA	临床前
	JY101	II型糖尿病	临床前
	JY102	II型糖尿病	临床前

资料来源：公司公告、开源证券研究所

# 1.8 金城医药：头孢侧链中间体龙头公司，注射剂提供业绩增量

- 金城医药产品包括生物制药、头孢类医药中间体、特色原料药和制剂等。公司是国内头孢侧链龙头企业，市占率在60%以上。2015年公司通过增资获得金城道勃法（现更名为广东金城金素）51%股权，进入头孢制剂领域；2016年公司与意大利ACS DOBFAR GROUP达成战略合作协议，引进与原研品质一致的头孢类制剂原料药，实现原研制品质头孢制剂地产业化。
- 金城金素样本医院数据显示公司多个头孢制剂销售额均呈现快速提升态势。公司已有注射用头孢唑林钠、注射用头孢曲松钠和注射用头孢曲松钠3个品种申报一致性评价，注射用头孢西丁钠、注射用头孢唑啉钠和注射用头孢噻肟钠已开展一致性评价工作。公司通过采购与原研药品品质一致的原料药生产头孢制剂，确保公司产品质量和疗效与原研接近，与其他厂家相比在一致性评价研究中占据优势，有望在一致性评价竞争中占据先机。
- 随着注射剂一致性评价逐步推进，对于存量市场较大的品种，当有一定数量过评企业后可能会被纳入全国集采，目前公司产品市占率仍然较低，未来有望通过集采迅速提升市场份额。

表11：公司生产的头孢侧链广泛应用于各类头孢抗生素

分类	母核	侧链	头孢抗生素
一代	7-ADCA	羧基苯酰氨酸邓盐	头孢羟氨苄
二代	7-ACA	甲氧胺盐酸盐、呋喃铵盐	头孢唑啉钠
二代	7-ACA	甲氧胺盐酸盐、呋喃铵盐	头孢唑啉酯
三代	7-ACA	三嗪环、氨基脲酸、AE-活性酯	头孢曲松
三代	7-ACA		头孢噻肟
三代	7-ADCA		头孢他美酯
三代	7-AMCA		头孢泊肟
三代	7-ANCA	AE活性酯	头孢唑肟
四代	7-ACA		头孢噻利
四代	7-ACP		头孢匹罗
三代	7-AVCA	头孢地尼侧链酸活性酯	头孢地尼
三代	7-AVCA	头孢克肟侧链酸活性酯	头孢克肟

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表12：金城金素抗生素制剂样本医院销售额快速增长

年份	注射用头孢唑啉钠	注射用头孢他啶	注射用头孢噻肟钠	注射液头孢曲松钠	注射液头孢唑啉钠	注射用头孢拉定
2017	1831万元	82万元	2万元	314万元	15万元	5万元
2018	4206万元	266万元	3万元	964万元	92万元	6万元
2019	4425万元	2007万元	461万元	1529万元	603万元	70万元
2019年整体规模	81330万元	95503万元	21461万元	72590万元	62956万元	297万元
市占率	5.44%	2.10%	2.15%	2.11%	0.96%	23.56%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

- 受益于谷胱甘肽原料药逐步放量，近年来公司生物制药和特色原料药板块快速增长。目前公司谷胱甘肽市占率已经达80%以上。除了药品外，谷胱甘肽也广泛应用于保健品、化妆品、养殖和作物肥料添加剂等领域。随着谷胱甘肽应用场景不断扩大，公司作为行业龙头将持续受益。
- 生物制药板块新增腺苷蛋氨酸，目前主要出口保健品级别的甲磺酸腺苷蛋氨酸，2019年销量20吨，单价约85万元/吨，收入约1700万元。目前药用级别丁二磺酸腺苷蛋氨酸非无菌原料药已经在CDE原辅包信息平台完成登记，并启动海外市场注册工作。
- 淄博市生态环境局发布的“淄环审[2020]3号”文件中显示，公司生物制药板块还有“年产2000吨丙氨酸等发酵类产品项目”在建，项目建成后可年产丙氨酸2000t/a、 $\alpha$ -酮戊二酸600t/a、维生素C葡萄糖苷20t/a、丙谷二肽200t/a、吡咯喹啉醌(PQQ)2t/a、谷胱甘肽200t/a（还原型谷胱甘肽150t/a、氧化型谷胱甘肽50t/a）、25-羟基维生素D310t/a、饲料原料4100t/a。随着产能逐步释放，未来生物制药板块仍有较大增长潜力。
- 2019年公司新增特色原料药平台，现有产品包括匹多莫德、硝呋太尔、富马酸比索洛尔，储备有普罗雌烯、氯喹那多、氯诺昔康、泊沙康唑、甲芬那酸、苯溴马隆等多个品种，未来公司将在特色原料药持续发力。

图24：2016年后公司生物制药及特色原料药系列产品快速增长

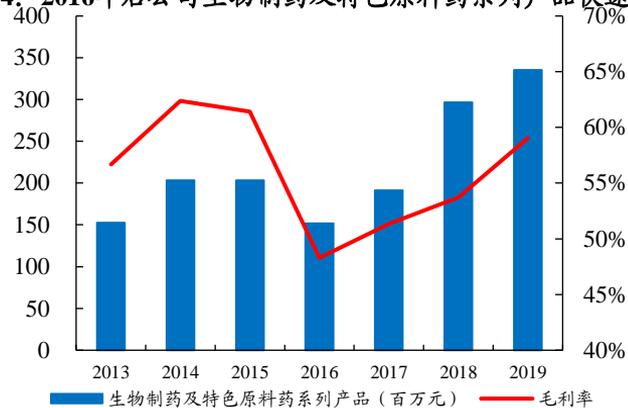
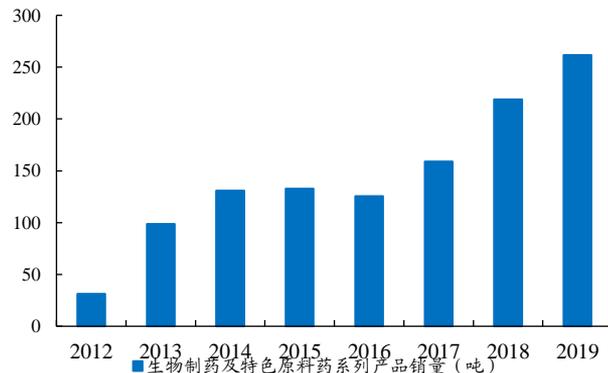


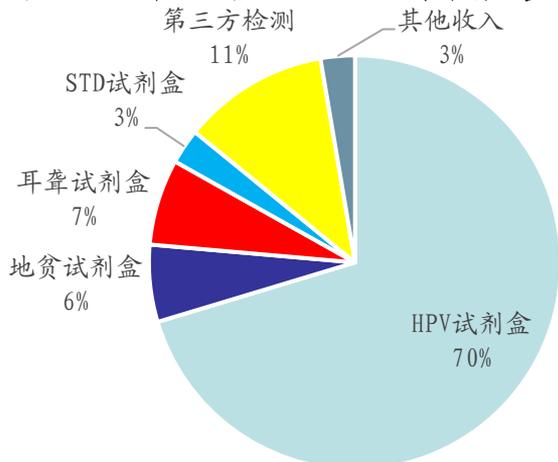
图25：生物制药及特色原料药销量持续增加



## 1.9 凯普生物：核酸检测产品与服务一体化的新星

- **选品得当，赛道广阔，一跃而上：**凯普生物创立于2003年，公司管理层具有卓越的眼光，选品得当、赛道宽阔，自2006年取得HPV21分型试剂盒的注册证书，从一家小企业发展成为年收入超过7亿的核酸检测产品与服务一体化的细分行业龙头，打破了国内HPV诊断试剂市场被国外产品垄断的市场格局。基于独立自主的研发能力，在妇幼健康和出生缺陷防控领域已开发出一系列产品，包括耳聋、地贫、STD等，在此基础上，公司提出“核酸99”的重大战略发展规划，力争在3-5年时间内，完成核酸分子诊断产品系列的重大研发布局，实现国内市场已上市的核酸分子诊断产品的基本全面覆盖，为公司实现成为核酸分子诊断龙头企业这一战略目标打下坚实基础。
- 近几年来，为弥补下游客户检验科和病理科服务能力的不足，公司拓展了第三方医学检验服务和开展医疗健康管理业务，合计在全国已建立20家第三方医学实验室。在此次新冠疫情中，公司的产品和服务以超高质量获得了业内好评，检测业务发展提速。

图26：2019年HPV营收占比70%，未来将逐步下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：新冠疫情推动检验所发展提速



资料来源：公司公告

# 1.10 东富龙：国内制药设备龙头

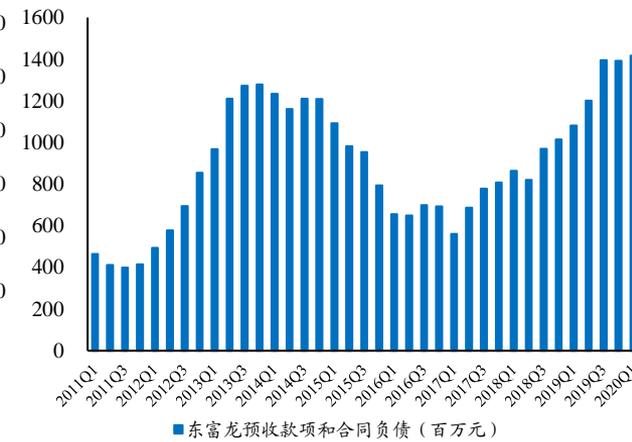
- 东富龙是国内制药设备行业龙头企业。近年来公司产品线不断丰富。在制药设备领域，从以单一冻干机为主逐步升级为提供从单机到冻干系统等制药系统设备，新推出生物发酵罐及反应器、口服固体制剂生产设备等多个产品并提供注射剂、固体制剂、生物工程等整体解决方案，产品的应用领域和场景持续拓展。除了传统制药装备以外，公司相继新增医疗技术与科技和食品装备工程两项新业务板块。
- 制药设备行业2015年后由于新版GMP认证结束和医药制药业增速放缓减少导致行业收入增速和利润率下滑，但公司在行业调整期收入仍然保持增长，市占率提升至12%，随着竞争格局的优化和市场集中度提升，我们预计未来龙头制药设备行业企业的盈利能力将逐步增强，2019年公司毛利率和净利率已经出现拐点。公司项目分为单机、系统工程等，根据项目不同的工艺与技术，收到预收款后平均验收周期为半年至一年半不等。从历史上看公司预收款项是业绩的先行指标，公司预收款项在2017年Q1见底后持续上升，2020年Q1达到上市以来新高，表明公司在手订单充足，参考历史经验，我们认为公司即将迎来新一轮业绩释放期。

图28：2019年东富龙迎来业绩拐点



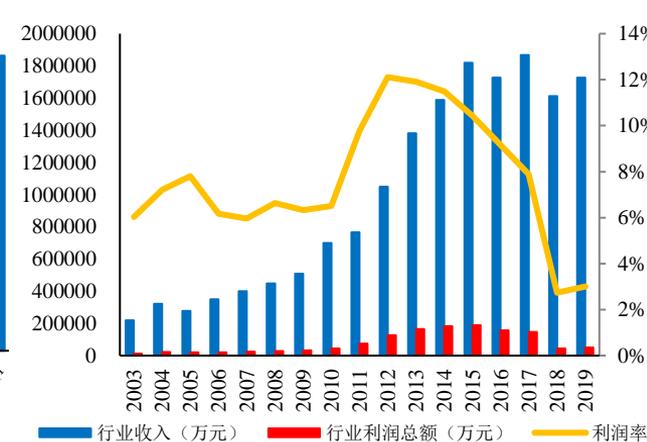
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：东富龙预收款达到历史最高值



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：制药设备行业增速和利润率在2015年后明显下滑

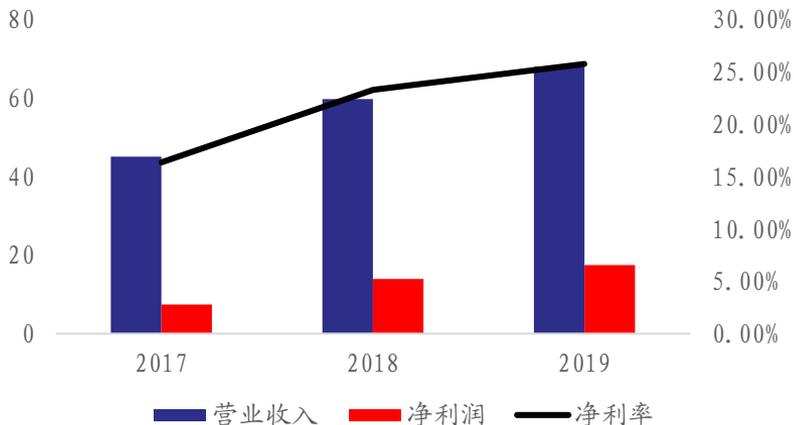


数据来源：公司公告、开源证券研究所

# 1.11 昌红科技：潜在的全球上游高性能医疗器械&耗材龙头

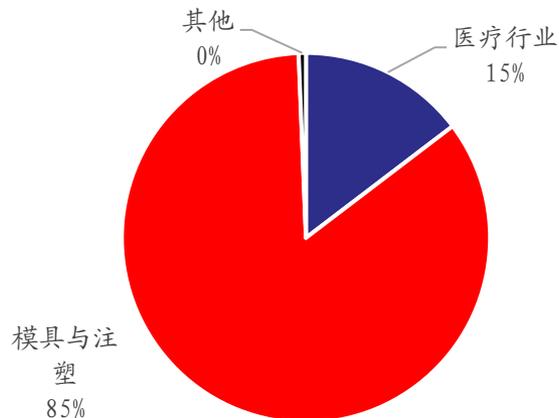
- 公司目前主要产品覆盖三大领域：医疗器械领域、办公自动化（OA）设备生产领域、模具工装生产领域。未来将聚焦在医疗器械领域（全资子公司柏明胜），发挥公司在精密耗材上的设计和生产优势，迅速壮大，持久发展。医疗器械现以精准医疗和辅助生殖为主要发展领域，发展成为医疗器械自主品牌以及OEM/ODM服务，主要为全球市场提供基因测序全产业链耗材、辅助生殖耗材及试剂、生命科学实验室耗材、IVD诊断耗材及试剂、标本采集&处理系统及专用设备制造产品及服务。2019年，公司实现“六十四穴免疫反应杯全自动生产线”，获得深圳市机械行业协会颁发的“改革开放40周年，卓越品牌奖”。
- 公司与IVD产业链上的国内外巨头有密切的合作：早期通过与海外客户的合作达到了国内领先的耗材品质，进而成为了国内龙头企业青睐的供应商。在新冠疫情的推动下，IVD耗材订单大幅增加，同时，由于海外疫情防控落后于国内，跨国巨头寻求和中国耗材企业的深度合作，昌红科技的稀缺性得以充分体现。

图31：2019年柏明胜净利率就已经达到25%（百万）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：2019年医疗收入仅15%，20年起将为核心板块



数据来源：公司公告、开源证券研究所

# 1.12 振德医疗：积极进取的低值耗材龙头企业

- 公司在产品种类、品牌、销售渠道方面处于国内领先地位。公司产品主要涵盖现代伤口敷料、手术感控产品、传统伤口护理产品及压力治疗与固定产品四大类，销售渠道方面，海外市场以欧美为主的73个国家及地区，国内市场覆盖31个省区市，近万家医疗机构和4万多家药店。

表13：振德医疗产品类别丰富

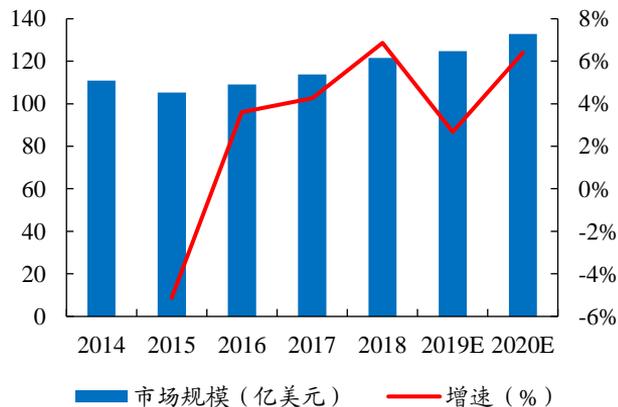
类别	产品品类	主要用途	细分产品
现代伤口敷料	敷贴	手术室术后伤口处理；各外科病房换药(妇产科,骨科,儿外等)；固定引流管、留置针静脉穿刺针等	自粘敷贴、透明敷料
	凡士林纱布	创口引流、伤口覆盖保护、促进伤口愈合	凡士林纱布
	泡沫敷料	吸收伤口组织渗出液，保持湿润环境，促进伤口愈合	泡沫敷料
手术感控产品	手术单及配件	在手术时，为患者及医护人员提供感染隔离保护	手术主单、复合料洞巾、剖腹产集液袋、器械保护套系列、帽、鞋套、治疗巾、垫单、手术洞、护理垫等
	手术衣	医疗防护、隔离	一次性无菌手术衣
	手术包	隔离手术部位，构筑无菌屏障，降低感染风险，更有效的保护医患双方安全，提升手术间接台效率	一次性使用无菌手术包
传统伤口护理产品	纱布类	外科包扎、吸附伤口组织渗出液	纱布片、腹部垫、纱布卷、纱布球等
	无纺布类	无纺布片：外科包扎、吸附伤口组织渗出液；口罩：用于医护人员防护，隔离	无纺布片、口罩、医用护理垫(看护垫)、尿片、擦手纸
	棉类	外部伤口清洗、止血等	棉片、棉球、棉垫、棉签
	医用护理包类	用于临床换药；急救	换药包、急救包
压力治疗与固定产品	绷带	为伤口护理提供固定支持	弹性绷带(含T型)自粘弹性绷带、纱布绷带、医用弹性绷带、急救绷带、石膏绷带、粘胶弹性绷带等
	治疗型静脉曲张袜	用于下肢静脉曲张的辅助治疗	治疗型静脉曲张袜

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.12 振德医疗：积极进取的低值耗材龙头企业

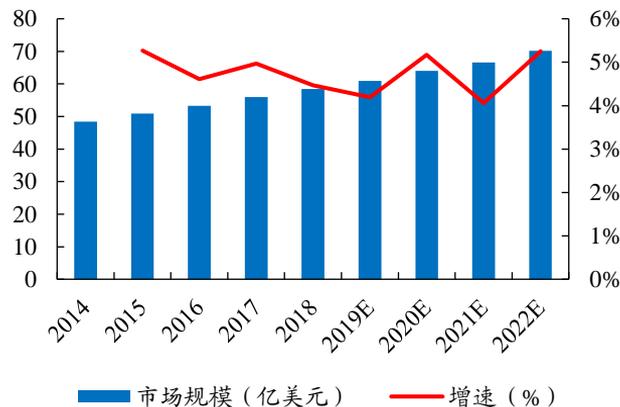
- **专注医用低值耗材，内生&外延实现快速发展。**公司以敷料业务起家，多年位居医用敷料出口前三，同时积极布局手术感控、新型敷料、压力治疗与固定等领域，近年来经营业绩实现快速增长，2015-2019年收入复合增速16.3%，净利润复合增速18.7%。收入结构优化，高毛利率品类占比稳步提升。2015年以来，高毛利率的手术感控、压力治疗与固定和现代敷料产品收入占比持续提升，2019年占比分别为35.3%、15.2%、3.9%，传统伤口护理占比下降，从2015年54.6%下降到2019年43.4%。
- **新型辅料市场潜力大，手术感控类快速增长。**2018年全球医用敷料市场规模121.6亿美金，预计2020年将达到132.8亿美金，2017年高端敷料在医用敷料中的占比在全球已达到51.2%，新型敷料产品高价格高品质，主要被3M、Acelity、V.A.C. Therapy等国际厂商所占据，随着国内厂商在技术与品质上的不断进步，高端医用敷料领域未来有较大的国产替代空间。国内一次性手术包市场规模20亿元左右，渗透率25%，参考发达国家85%-90%渗透率，国内市场空间百亿元，新冠疫情下感控产品需求激增，中长期受益手术量增加和一次性手术包渗透率提升。

图 33：全球医用敷料市场长期稳定增长



数据来源：BMI Research、开源证券研究所

图 34：全球新型敷料市场持续稳定增长



数据来源：BMI Research、开源证券研究所

## 1.13 祥生医疗：差异化竞争的超声小龙头

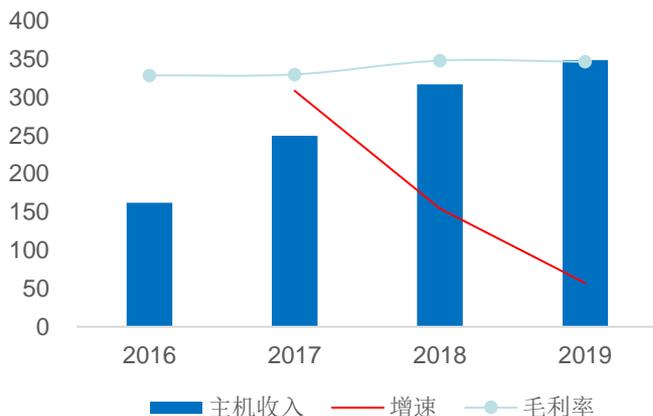
- 鉴于专科超声的应用需要更深度与临床结合，祥生通过深挖各临床不同应用场景的痛点、结合海内外代理商和合作伙伴的反馈信息，形成产品设计需求，从研发立项之初就紧扣各个专科的临床需求，确保产品上市时就符合临床所需、有差异化优势。
- 公司上市前以出口销售为主，产品覆盖了全球100多个国家及地区，首先，是由于全球市场容量大且涉及多个国家，对政策和风险因素有较好的平滑效果，有利于减少业绩的波动；其次，公司产品质量良好，也赢得了很好的国际口碑，为打开国际市场起到了重要作用；此外，国际市场“投入产出比”比国内市场相对较高。目前，历经十几年国际市场推广，祥生在国际市场已打造一定品牌知名度，也为公司积累了许多优质海外渠道资源。上市后公司将借助资本市场进一步加大国内办事处和营销网络建设、下沉渠道，充分抓住国内分级诊疗改革、进口替代等机遇和红利、扩大国内市场份额。

图35：高端便携式超声  
SonoBook及掌上超声SonoEye 9



资料来源：公司官网

图36：2019年主营营收约3.5亿



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37：海外收入占比约80%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

# 1.14 透景生命：国产流式荧光领军者

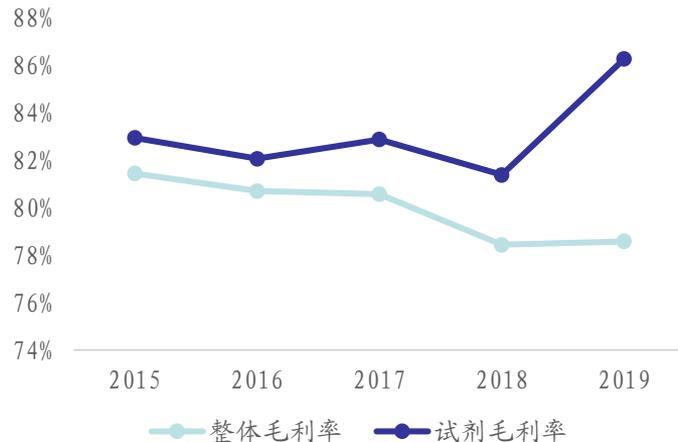
- 流式荧光技术市场潜力大，有望在免疫诊断中占据一定份额：免疫诊断是IVD最大的细分领域，2018年占比约38%，对应约230亿收入规模，其中化学发光占比超70%（161亿）。且是国产化率最低的细分领域，国产占比仅有10%，进口替代的空间最大。高能量流式荧光技术有望在免疫诊断中占据一定份额。流式荧光技术是透景生命最重要的技术平台。该技术基于编码微球和流式技术的一种临床应用型高通量发光检测技术，优势在于联检的快速高效和低成本，凭借该优势，公司产品在体检端快速发展。
- 截至2019年底，公司产品已覆盖全国31个省市900余家终端用户，广泛应用于国内各级医院、体检中心、独立实验室等，其中三级医院519家，占医院客户的80.72%，为公司的主要客户。未来，公司流式荧光仪TESMI F4000将每年保持150台及以上的装机量，化学发光仪增长更快，更有自免项目扩充，推动公司实现20-30%的稳定、快速发展。

表14：流式荧光法可实现同时检测100个指标

项目	酶联免疫法	化学发光/电化学发光	流式荧光法
灵敏度	1ng	0.1-1pg	0.5-1pg
线性范围	1-2个数量级	3-5个数量级	3-5个数量级
重复性	低，每个指标分析一次	中，每个指标分析一次	高，每个指标分析200次取中位均值
样本量	25 μL，仅做单项指标	100 μL，仅做单项指标	10 μL，可做多项指标
样本洗涤	多次洗涤	多次洗涤	无需洗涤
检测通量	单指标，一次检测一个指标	单指标，一次检测一个指标	能同时检测100个指标
检测速度	24-48测试/小时	80-240测试/小时	10,000测试/小时
组合自由度	单指标检测	单指标检测	按需求组合指标
自动化程度	低	高	高
操作简便性	一般	简便	简便

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图38：公司试剂毛利率高，因为肿标占比大

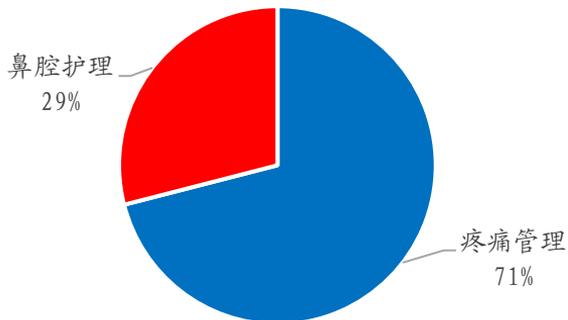


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.15 爱朋医疗：颇具特色的“疼痛管理+鼻腔护理”小龙头

- **疼痛管理意识加强，公司产品微电脑（自动）注药泵助力急性疼痛给药：**患者自控镇痛（PCA）是一种经医护人员根据患者疼痛程度和身体情况，预先设置镇痛药物的剂量、输注速度等，再交由患者于设定范围内自我控制药物剂量的一种镇痛给药模式。由于受传统观念的影响和知识的局限，国人在疼痛治疗领域还存在一些误区，导致术后镇痛普及率低。近年疼痛管理意识被唤醒，政府和医院对不同群体进行有针对性的疼痛健康教育，使大家认识到，解除疼痛是人类的基本权益，疼痛治疗能促进患者康复。据我们测算，注药泵19年市场规模约15亿（出厂价），公司市场份额近20%。考虑手术量的增长，术后渗透率 and 无痛分娩率的提升，以及自动泵代替机械泵，微电脑（自动）注药泵行业未来还有5倍以上的空间。
- **鼻炎发病率提升，公司产品鼻腔喷雾器走入大众视野：**鼻炎是鼻腔黏膜的炎症和肿胀性疾病，以流涕、鼻塞为主。使用鼻喷雾的患者主要集中于过敏性鼻炎和慢性鼻炎，复购率极高。我国2011年的调查数据显示，成人过敏性鼻炎的患病率已高达17.6%，意味着约1.5亿人口，而儿童的鼻炎发病率高于成人。鼻炎发病率日益高企，越来越多的人开始重视并加强日常护理，未来空间不可估量。
- 受制于疫情因素，择期手术延迟开展，故公司疼痛线营收下滑幅度大，尽管鼻腔喷雾增长较快，但当前营收占比还小，故短期业绩存在一定压力，长期逻辑不变。

图39：公司业务以疼痛管理为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：小而美，业绩增长稳定（百万）

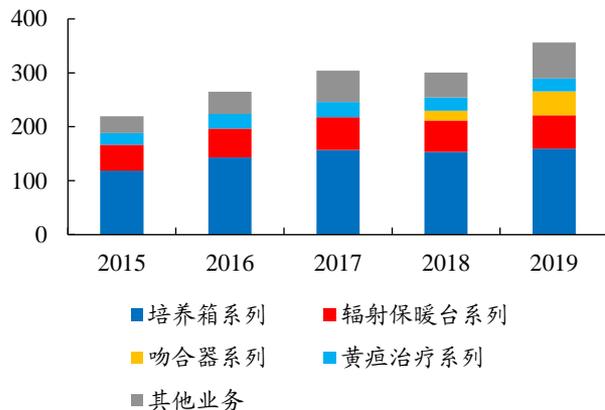


数据来源：公司公告、开源证券研究所

# 1.16 戴维医疗：吻合器放量有望驱动业绩新一轮高成长

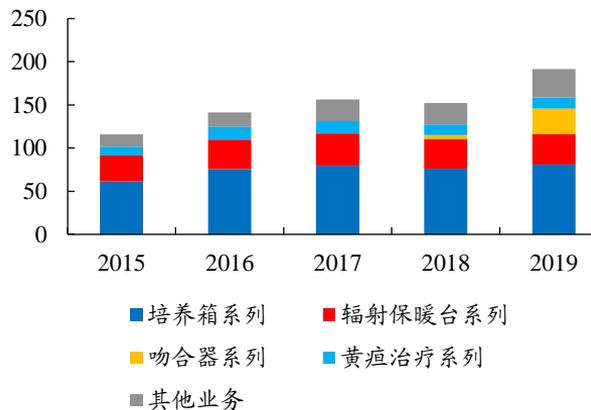
- 国内婴儿保育设备细分行业龙头企业。经历长期的行业经验积累和持续研发创新，婴儿保育设备已形成丰富的产品系列，产品包括婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台、新生儿黄疸治疗设备等婴儿保育设备系列。受益二胎政策、高龄产妇的增多，新生儿保育设备行业迎来发展良机。技术升级，国内设备多以二代技术为主，而国外以三代技术为主，并处于向第四代技术升级中，戴维医疗已进入到第三代水平，部分产品和在研产品达到第四代，引领国内行业技术升级。
- 吻合器有望驱动公司新一轮高成长。近年来公司吻合器凭借可靠的品质和优质的服务，逐渐进入国内各大主流三甲医院，并打开了国际市场，吻合器进入放量阶段。2019年维尔凯迪收入4947万元，同比增速173.6%，基本实现盈亏平衡，预计2020年营收有望突破1亿元，有扭亏为盈，贡献业绩弹性。

图 41：戴维医疗营收中吻合器占比大幅提升



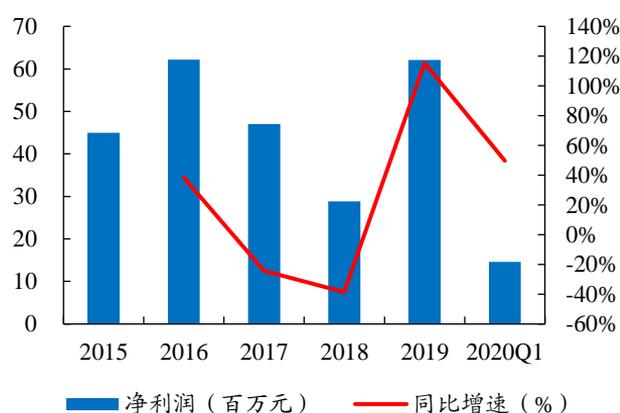
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图 42：吻合器有望成为戴维医疗毛利增长主要动力



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图 43：戴维医疗净利润有望开启新一轮高成长

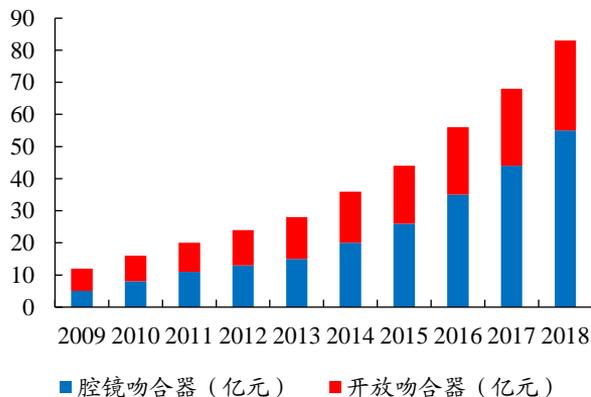


数据来源：公司公告、开源证券研究所

# 1.16 戴维医疗：吻合器蓝海市场，进口替代有望加速

- 2018年中国吻合器市场规模84亿元，2014-2018年复合增速23%左右，预计2020年市场规模有望突破100亿元。吻合器主要包括开放吻合器和腔镜吻合器，其中开放吻合器28亿元，腔镜吻合器55亿元，随着微创外科的发展，开放吻合器市场发展成熟，保持稳定增长，而腔镜吻合器高速增长，2014-2018年腔镜吻合器市场规模复合增速达28%，为行业增长主要推动力。
- 外企主导国内吻合器市场，进口替代空间大。随着技术的提升，吻合器已经逐渐从第一代开放式手术用吻合器、第二代腔镜用吻合器步入第三代电动吻合器时代，目前国内以腔镜吻合器为主（第二代吻合器）。强生、柯惠医疗等进口品牌占据73%左右国内吻合器市场份额，其中开放吻合器国产和进口品牌已经各占50%，国产品牌具备价格优势，市场份额有望进一步提升；腔镜吻合器市场中进口品牌市占率达85%，而国产品牌进口替代市场空间大。戴维医疗产品已经逐渐进入三代市场，其中一次性肠镜电动切割吻合器为国内首家第三代吻合器，与进口品牌差距逐渐缩小，进口替代有望加速。

图 44：中国吻合器市场规模持续快速增长



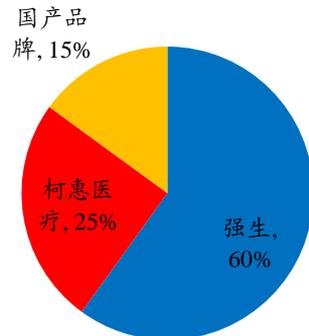
数据来源：智研咨询、开源证券研究所

表 15：吻合器国产替代市场潜力大

类型/类别		市场占比 (%)	单价 (元)	销售金额 (亿元)
开放式吻合器	进口	50%	2500-3500	15
	国产	50%	1500-2500	15
腔镜吻合器	进口	85%	4000-6000	46
	国产	15%	2000-3000	8

数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图 45：外企主导国内腔镜吻合器，进口替代空间大

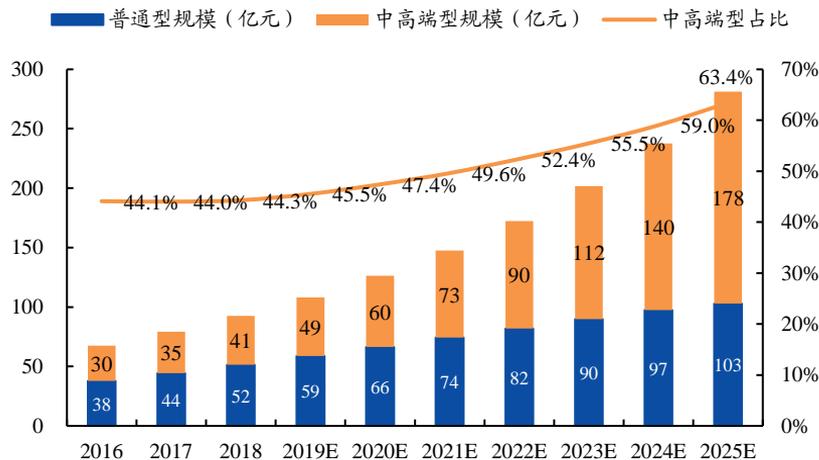


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

# 1.17 爱帝宫：月子服务准入门槛低、盈利门槛高，供不应求推动行业扩容

- 生育政策放宽、消费升级、资本助力等因素推动月子服务行业扩容。目前国内月子中心行业仍处于初期，市场主要集中在一线及省会等经济发达城市。2018年，国内月子中心市场规模约93亿，消费人群约21.5万，占2018年出生人口1500万暨渗透率不到2%，相比台湾60%以上的渗透率水平，还有很大提升空间。生育政策放宽、消费升级、资本涌入等因素持续推动行业增长，按2019-2025年CAGR17%预测，2025年市场规模有望达281.2亿元。在消费升级的推动下，预计中高端型月子规模将从2018年的44.3%提升至2025年的63.4%。
- 虽然目前月子中心集中在一线城市和省会城市，但是近几年随着三四线城市购买力的提升以及月子连锁企业的异地扩张，分布呈现下沉趋势，区域龙头市占率稳定。

图46：预计2019-2025年中高端型月子市场复合增速23.9%



数据来源：弗若斯特沙利文公司、开源证券研究所

图47：近年国内月子中心数量稳步提升



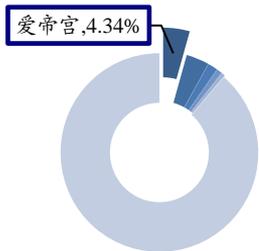
数据来源：弗若斯特沙利文公司、开源证券研究所

# 1.17 爱帝宫：月子服务准入门槛低、盈利门槛高，供不应求推动行业扩容

- 月子服务行业准入门槛低，但盈利门槛较高，龙头机构享受品牌溢价。目前行业集中度分散，2018年月子中心CR5规模占比11.3%，其中爱帝宫在全国市场占有率为4.34%，处于龙头地位。月子中心行业的资金壁垒较低，但盈利门槛高，因为客户容错率低，对品牌、服务质量、专业性非常敏感，行业整体服务水平有较大提升空间。
- 因此，月子中心对企业的精细化管理能力和品牌影响力要求较高，也需要营销及客户口碑助推品牌影响力提升。比较月子中心竞争力强弱的核心指标是入住率，入住率越高，规模效应越强。

图48：2018年爱帝宫市场份额占比第一

■ 爱帝宫 ■ 巍阁 ■ 宝生 ■ 馨月会 ■ 圣贝拉 ■ 其他



数据来源：弗若斯特沙利文公司、开源证券研究所

表16：新三板月子服务企业整体净利率偏低

公司	财务指标	2016	2017	2018	2019
爱帝宫	销售毛利率	39.2%	26.2%	39.0%	43.8%
	销售净利率	9.5%	2.1%	15.3%	15.9%
	销售费用率	19.5%	21.3%	18.5%	17.1%
	管理费用率	11.7%	9.7%	6.9%	7.0%
喜喜母婴	销售毛利率	47.22%	46.62%	62.08%	
	销售净利率	-21.71%	-37.24%	1.64%	
	销售费用率	24.01%	27.95%	26.06%	
	管理费用率	30.23%	32.36%	32.12%	
喜之家ST	销售毛利率	13.40%	16.36%	1.12%	退市
	销售净利率	-38.39%	-17.36%	-34.22%	
	销售费用率	11.23%	8.90%	6.82%	
	管理费用率	22.93%	21.73%	21.47%	
福座母婴	销售毛利率	34.85%	5.85%		退市
	销售净利率	-18.25%	-41.48%		
	销售费用率	17.07%	21.49%		
	管理费用率	25.86%	17.52%		
大美股份	销售毛利率	33.59%	26.98%	13.74%	22.94%
	销售净利率	-15.40%	-1.13%	-24.04%	-8.88%
	销售费用率	13.99%	12.84%	12.80%	11.74%
	管理费用率	29.82%	18.19%	16.66%	15.85%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 1.17 爱帝宫：月子服务第一品牌，标准化复制、口碑溢价助力全国扩张

- 爱帝宫2018年在深圳的市场占有率为31.0%，较第二名巍阁高17.6pct，以绝对优势领先区域市场。爱帝宫在服务态度、服务能力、课程专业度、后期服务、前期咨询方面形成优势，品牌溢价也带来公司客单价和入住率高于竞争对手。公司依托标准化运营，品牌异地扩张模式得到验证——2016年进入北京，2018年进入成都，目前已开业5家月子中心公司。
- 着眼未来，全国扩张及全产业链延伸打造核心竞争力。预计公司将通过“内生+外延”的发展方式快速发展月子服务市场，双品牌布局实现对高端及普通类型的月子服务的全面覆盖，并且从常规月子服务、产后康复项目有望向母婴健康产业链延伸，提升客户黏性。

表17：预计“爱帝宫”月子服务未来四年收入和净利润持续增长

单位：港币	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
收入(万)	15418	24809	43281	65848	75726	104298	150463	198087
yoy		61%	74%	52%	15%	38%	44%	32%
房间数	170	309	381	435	435	735	1035	1335
新增房间数		139	72	54	0	300	300	300
存量单房年收入(万)	91	80	114	151	174	191	201	207
存量单房入住率				90%	92%	93%	93%	93%
净利润(存量+新开, 万)	1466	524	6630	10495	12594	16506	23493	30848
yoy		-64%	1166%	58%	20%	31%	42%	31%
存量单房年盈利(万)	8.6	1.7	17.4	24.1	28.95	32.43	34.70	36.43
存量单房净利率	9.5%	2.1%	15.3%	15.9%	16.6%	16.9%	17.3%	17.6%
新开房间测算					第一年	第二年	第三年	第四年
新开单间收入					70	140	150	160
新开房间入住率					50%	80%	88%	90%
单房年盈利(万)					8	20	22	24

数据来源：公司公告、2019年业绩发布会、开源证券研究所

# 1.17 爱帝宫：月子服务第一品牌，标准化复制、口碑溢价助力全国扩张

- 据公司年报，公司未来业务发展将以月子服务为核心，生命抗衰老业务将以收益最大化为目标择时退出，养生基地预计2022年将地产项目售罄后，退出该业务的经营，天然健康食品自2020年起将大幅缩减业务。
- 投资建议：**预计2020-2022年，公司总收入分别为11.27、23.43、22.75亿港元，归母净利润分别为1.16、2.78、3.01亿港元，当前股价对应PE分别为21、9、8倍，其中：月子中心业务收入7.57、10.43、15.05亿港元，归母净利润（94.95%股权）分别为1.20、1.57、2.23亿港元。维持“买入”评级。

表18：预计2022年集团整体营收达15.05亿港元

百万HKD		2019	2020E	2021E	2022E
月子服务	收入	233	757	1,043	1,505
	YOY		225%	38%	44%
	净利率	15.90%	16.6%	15.8%	15.6%
	净利润	37	126	165	235
	YOY		240%	31%	42%
归母净利润（94.95%）		35	120	157	223
生命抗衰老	收入	86.12	70	100	120
	YOY			43%	20%
	净利率		20%	23%	23%
	净利润		14	23	27.6
	YOY			64%	20%
归母净利润（80%）			11	18	22

数据来源：公司公告、开源证券研究所

百万HKD		2019	2020E	2021E	2022E
养生基地	收入	合并并在生命抗衰老业务中	300	1200	650
	YOY			300%	-46%
	净利率		20%	20%	20%
	净利润		60	240	130
	YOY			300%	-46%
归母净利润（51%）			31	122	66
天然健康食品	收入	284.38	0	0	0
	YOY				
	毛利率				
	净利率				
	净利润		0	0	0
YOY					
其他	收入	7.28	0	0	0
财务费用+母公司费用			-45	-20	-10
合计	收入	611	1,127	2,343	2,275
	收入增速		85%	108%	-3%
	归母净利润	11.24	116	278	301
	利润增速		935%	138%	9%
	EPS	0.00	0.03	0.07	0.08
	PE	191	21	9	8

- 根据上文从各细分领域寻找未来可能成长为细分领域龙头的公司，推荐标的（按2020年6月24日市值从大到小排序）：华大基因、东富龙、爱帝宫。受益标的（按2020年6月24日市值从大到小排序）：健帆生物、山东药玻、海普瑞、亿帆医药、英科医疗、天士力、金城医药、凯普生物、昌红科技、振德医疗、祥生医疗、透景生命、爱朋医疗、戴维医疗。后续我们将持续挖掘潜在的“隐形”冠军。

表19：推荐及受益标的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	收盘价（元）	EPS			PE			评级
		2020/6/24	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
300171.SZ	东富龙	15.54	0.40	0.51	0.64	39	30	24	买入
300676.SZ	华大基因	145.98	6.77	4.38	5.18	22	33	28	买入
00286.HK	爱帝宫	0.62	0.03	0.07	0.08	21	9	8	买入
600429.SH	山东药玻	51.2	0.98	1.23	1.54	52	42	33	未评级
600535.SH	天士力	14.79	0.78	0.87	0.99	19	17	15	未评级
300233.SZ	金城医药	31.08	1.11	1.49	2.04	28	21	15	未评级
002019.SZ	亿帆医药	22.85	1.06	1.23	1.43	22	19	16	未评级
300529.SZ	健帆生物	65.28	0.96	1.27	1.67	68	51	39	未评级
002399.SZ	海普瑞	23.84	0.83	1.02	1.26	29	23	19	未评级
300677.SZ	英科医疗	117.4	1.92	2.4	3.3	61	49	36	未评级
300639.SZ	凯普生物	48.88	0.92	1.19	1.51	53	41	32	未评级
688358.SH	祥生医疗	78	1.91	2.4	2.94	41	33	27	未评级
300642.SZ	透景生命	51.68	1.97	2.47	3.09	26	21	17	未评级
300753.SZ	爱朋医疗	37.78	1.04	1.31	1.71	36	29	22	未评级
300151.SZ	昌红科技	18.47	-	-	-	-	-	-	未评级
603301.SH	振德医疗	46.25	-	-	-	-	-	-	未评级
300314.SZ	戴维医疗	12.75	-	-	-	-	-	-	未评级

数据来源：wind、开源证券研究所。注：除爱帝宫股价及EPS为港元外，其他公司股价及EPS均为人民币；未评级/未覆盖公司EPS为Wind一致预期值。

板块高估值引发回调；医药可能的政策风险等。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	<b>备注：</b> 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券