

# 强于大市

# 医药行业 2020 年中期策略

## 看好高景气度赛道，重视低估值滞涨标的

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
迈瑞医疗	300760.SZ	299.64	增持
普洛药业	000739.SZ	24.05	买入
昭衍新药	603127.SH	97.38	买入
沃森生物	300142.SZ	52.15	增持
双林生物	000403.SZ	70.97	增持
康泰生物	300601.SZ	160.70	增持

资料来源：万得，中银证券

以 2020 年 7 月 7 日当地货币收市价为标准

横向来看：结构性牛市并不是 A 股医药板块独有，全球来看都有案例，估值分化是常态。疫情影响下，医药板块相对其他板块具备更强的确定性，医药板块内部优质公司比非优质公司具备更高的增速更强的确定性，因此产生了优质医药股的结构牛市。短期重点关注高估值带来的股价调整风险，下半年重点关注高景气度赛道和低估值滞涨标的。

### 支撑评级的要点

- 今年医药股牛市的基础在于板块的相对吸引力。**尽管 A 股医药板块近两年业绩增速持续下降，横向对比美股医药板块的增速也并不占优势，但今年以来医药股持续上涨的重要原因在于：疫情影响的宏观环境不确定背景下，相对于其他板块，医药板块未来前景具备相对确定性，因此医药板块相对其他板块具备极强的相对吸引力。
- 当前并没有出现全面泡沫化，但要高度重视高估值带来的短期股价调整风险。**虽然部分板块估值逼近历史最高值（医疗服务、医疗器械、生物制品、化学原料药这 4 个板块），但仍有医药商业、中药 2 个板块的估值目前仍然还处于历史估值水平之下。微观层面也并不是所有个股上涨（甚至只是少部分股票上涨），今年上涨的个股主要为：1、基本面较好的大市值白马股（只要业绩增长确定，PEG 大约可以给出 2-3 倍）；2、疫情受益的板块（检测、预防性用药、手套等）；3、高景气度的细分赛道的龙头公司（CRO/CDMO 公司、原料药、医疗器械等）。因此今年的牛市只是少部分股票的牛市，而并没有出现全面泡沫化的局面。但要**重视高估值带来的短期股价调整风险。**
- 看好优质白马股，同时更加重视低估值滞涨标的。**在没有外在因素变化的情况下（疫情结束，经济复苏等），我们认为医药股的结构行情还将延续。原因在于：1、截止到目前，仍然有医药商业和中药两个完整的板块仍然处于历史平均估值水平以下，大量的医药股仍然处于历史底部区域。2、同时，今年以来驱动股价上涨的主要因素还是基本面：前景确定的前提下必须还要有业绩才能驱动股价上涨。因此我们基本上可以判断医药板块并没有全面的泡沫化。如果再横向对比美股和港股市场，对于医药公司国际上普遍采用预期现金流贴现的估值方法。不仅对于风险资产（创新药、互联网医疗等），我们可以看到动辄上百倍或者负的市盈率（负的市盈率来自于未有盈利的企业），而且对于部分大型医药企业，将未来研发管线贴现，也能给到 30-40 倍甚至以上的市盈率。因此当前医药股中优质公司给予极高估值的情况在全球市场中并不罕见。我们认为下半年少数优质公司继续上涨的结构行情有望。同时，上半年滞涨的中药和医药商业板块，如果下半年产生了边际向好的变化，很容易出现戴维斯双击的上涨行情。
- 龙头公司竞争力持续提升，原料药、CRMO、医疗服务持续看好。**1、本土医药企业龙头的命运：跨越“不可能三角”、与狼（跨国企业）共舞，未来将在更高水平更广范围内跟跨国医药巨头进行竞争，继续看好医药龙头白马股。2、原料药：原料药-制剂一体化大势所趋、中国企业将赶超印度，看好高端特色原料药企业及具备 CDMO 能力的企业。3、创新药领域高强度的投资将持续、CRMO（CRO/CDMO）行业中期难以出现景气度下行。4、人民群众对高端、差异化的医疗服务需求持续增长，继续看好医疗服务领域。
- 投资策略：看好优质龙头和高景气度赛道，同时重视低估值滞涨标的。**在年度报告中我们提到：“2019 年开始，我们已经觉察到市场风格逐步在从大市值白马股扩散到各个强势细分领域的龙头，比如 CRMO 行业、疫苗行业等。展望 2020 年，我们判断这一趋势有望延续，甚至有可能扩散到更大的热点题材范围如：科技属性比较强的医疗领域。因此我们也建议投资者加大对于这些领域的布局。”而今年上半年以来的市场表现印证了我们这一判断，在当前的时点我们继续维持这一判断，但**重视高估值带来的短期股价调整风险，建议股价有所调整之后进行布局。**重点看好：1、基本面优质的大市值白马股；2、科技属性较强的医疗器械公司、创新药产业链（CRMO 公司等）；3、高景气度赛道的血液制品、疫苗、原料药等。4、低估值滞涨标的。**下半年投资组合：**迈瑞医疗、双林生物、沃森生物、昭衍新药、康泰生物、普洛药业。
- 评级面临的主要风险。**板块对资金的相对吸引力下降，带量采购政策带来的药品价格下降幅度超预期，注射剂、医疗器械、耗材集采的进展快于预期，跨国医药巨头的竞争。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

证券分析师：邓周宇

(86755) 82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

## 目录

2020 年下半年医药行业投资策略.....	3
新冠疫苗研发多技术路径并行，疫苗企业面临发展新机遇 .....	5
政策判断：医改持续深入推进，医药行业模式重构 .....	7
原料药-制剂一体化大势所趋、全球订单加速转移至中国.....	10
创新药领域高强度投资推动 CRMO 行业持续深化发展 .....	11
优质的、高水平的医疗服务需求持续上升 .....	12
本土医药企业龙头的命运：跨越“不可能三角”、与狼（跨国企业）共舞 .....	13
医药行业估值分析 .....	14
主要风险.....	19

## 图表目录

图表 1. 疫苗研发技术路线对比 .....	5
图表 2. 全球研发进展较快的新冠疫苗项目列表 .....	6
图表 3. 2020 年上半年医药重磅政策盘点 .....	7
图表 4. 三轮带量采购情况 .....	7
图表 5. 注射剂一致性评价相关政策文件 .....	9
图表 6. SW 医药生物板块及市场市盈率变化 (历史 TTM, 整体法, 剔除负值) ...	14
图表 7. SW 医药生物板块溢价率 (历史 TTM, 整体法) .....	14
图表 8. 2007-2020.7 美股、港股及 A 股医药生物板块 PE 比较 (TTM, 整体法) .....	15
图表 9. 2007-2020.7 A 股医药生物板块各细分子行业 PE 估值水平比较 .....	16
图表 10. A 股、美股、港股代表性医药公司估值比较 .....	16
图表 11. 2016-2020 年 Q1 美股、港股及 A 股医药生物板块业绩同比增速比较 .....	17
图表 12. 医药白马股业绩增速和估值情况 .....	17
图表 13. 沪深港通持股情况 .....	17
附录图表 14. 报告中提及上市公司估值表 .....	20

## 2020年下半年医药行业投资策略

1、投资策略：结构性行情有望持续，但短期重视高估值之后的股价调整期风险，下半年重点关注滞涨标的

2020年以来，医药板块加速上涨，上半年上涨幅度达到40.28%，市盈率PE(TTM)达到53.23倍，逼近2014-2015年大牛市顶点(2015年6月)的估值水平。在当前的时点，我们回答三个问题：1、为什么上涨？2、哪些股票上涨？3、还能涨多久？

### 1) 为什么上涨？

横向对比A股、港股、美股医药板块的业绩增长，我们发现A股的医药板块业绩增速并不占优势，2018-2019年A股医药板块的增速低于美股医药板块。纵向对比历史增速，A股医药板块近2年的业绩增速也呈现下降的趋势，但为什么股价仍然继续上涨呢。我们认为核心原因在于：疫情影响的宏观环境不确定背景下，相对于其他板块，医药板块未来前景具备相对确定性。

### 2) 哪些股票上涨？

分板块来看，今年估值提升最为明显的子板块包括：医疗服务、医疗器械、生物制品、化学原料药这4个板块上涨显著，均逼近历史估值上限。上涨居中的板块包括：化学制剂。上涨较少的板块包括：医药商业、中药2个板块，这两个板块目前的估值目前仍然还处于历史估值水平之下。

微观层面，从个股来看，今年上涨的个股主要为：1、基本面较好的大市值白马股（只要业绩增长稳定，PEG大约可以给到2-3倍）；2、疫情受益的板块（检测、预防性用药、手套等）；3、高景气度的细分赛道的龙头公司（CRO/CDMO公司、原料药、医疗器械等）。

### 3) 还能涨多久？

在没有外在因素变化的情况下（疫情结束，经济复苏等），我们认为医药板块行情有望延续。原因在于：1、截止到目前，仍然有医药商业和中药两个完整的板块仍然处于历史平均估值水平以下，大量的医药股仍然处于历史底部区域，目前板块还未出现全面泡沫。2、同时，今年以来驱动股价上涨的主要因素还是基本面：前景确定的前提下必须还要有业绩才能驱动股价上涨。因此我们基本上可以判断说医药板块并没有全面的泡沫化。

**横向来看：结构性牛市并不是A股医药板块独有，全球来看都有案例，估值分化是常态。**横向对比美股和港股市场，对于前景确定的公司国际上普遍采用预期现金流贴现的估值方法。不仅对于风险资产（创新药、互联网医疗等），我们可以看到动辄上百倍或者负的市盈率（负的市盈率来自于未有盈利的企业），而且对于部分大型医药企业，将未来研发管线贴现，也能给到30-40倍甚至以上的市盈率。因此当前医药股中优质公司给予极高估值的情况在全球市场中并不罕见。而且我们看到，A股往往越高估值的公司，基本面越好，反而外资持股的比例超过内资公募基金持股。

**从相对吸引力的角度来看，尽管医药板块业绩增速在下降，但相比于其他板块还是具备更强的确定性和更好的远景，因此呈现了医药板块的牛市。而在医药板块内部，正是因为优质龙头公司或者高景气度赛道的公司相比于绝大部分医药公司具备更好的前景和更高的确定性，因此呈现了医药板块内部少部分股票的牛市（白马股、器械、CR&MO、创新药、原料药等）。**此外，尽管优秀公司估值较高，但是基于比较快和确定的增长速度，以动态的角度来看（2021-2022年），估值仍然在可以接受的范围，例如：2021年恒瑞医药、长春高新、迈瑞医疗PE估值为59倍、50倍、52倍；2022年恒瑞医药、长春高新、迈瑞医疗PE估值为46倍、39倍、44倍。

**下半年少数优质公司继续上涨的结构性行情有望延续，但是在优质公司的估值水平普遍达到或者突破历史极限之后，短期内有可能面临调整压力。建议等待股价调整期进行布局，同时我们建议重点关注低估值的滞涨标的。**上半年滞涨的中药和医药商业板块，如果下半年产生了边际向好的变化，很容易出现戴维斯双击的上涨行情。下半年面临的风险主要来自板块对资金的相对吸引力下降。可能的情形包括：疫情结束，其他行业复苏，医药板块的相对吸引力下降。

## 2、投资组合：精选优质龙头、高景气度赛道、低估值滞涨标的

在年度报告中我们提到：“2019年开始，我们已经察觉到市场风格逐步在从大市值白马股扩散到各个强势细分领域的龙头，比如 CRMO 行业、疫苗行业等。展望 2020 年，我们判断这一趋势有望延续，甚至有可能扩散到更大的热点题材范围如：科技属性比较强的医疗领域。因此我们也建议投资者加大对于这些领域的布局。”而今年上半年以来的市场表现印证了我们这一判断，在当前的时点我们继续维持这一判断，重点看好：1、基本面优质的大市值白马股；2、科技属性较强的医疗器械公司、创新药产业链（CRMO 公司等）；3、高景气度赛道的血液制品、疫苗、原料药等。4、低估值滞涨标的。

### A 股 2020 年下半年投资组合

推荐标的：迈瑞医疗、双林生物、沃森生物、昭衍新药、康泰生物、普洛药业。

## 新冠疫苗研发多技术路径并行，疫苗企业面临发展新机遇

据 WHO 最新数据显示，全球新冠肺炎累计确诊病例突破 1000 万例，累计死亡案例超过 50 万例，数字触目惊心。我国疫情虽已稳定，但国外疫情则仍在肆虐，拐点尚未可见。在此大环境下，新冠肺炎暂无特效药可用，疫苗作为疾病防控最有效的手段之一，研发工作刻不容缓。

目前新冠疫苗的研发工作按照 5 种技术路径开展，包括灭活疫苗，重组亚单位蛋白疫苗，腺病毒载体疫苗，流感病毒载体疫苗以及核酸疫苗。多技术路线并行使得新冠疫苗的研发成功率变高，同时也为疫苗企业带来了发展机遇，企业可在此时期积极布局新技术平台的发展，寻求对外合作，提升公司研发水平，进一步提高公司的竞争力。

图表 1. 疫苗研发技术路线对比

技术类型	原理	优点	缺点
灭活疫苗	先对病毒或细菌进行培养，然后用高制备工艺简单，安全性高，研发耗时短	免疫反应持续时间较短，可能需多次接种	
重组亚单位疫苗	通过化学分解或有控制性的蛋白质水解方法，提取细菌，病毒的特殊毒素，多糖或蛋白质组分，筛选出具有稳定性高免疫活性的片段	抗原性良好，产业化容易，安全性高，保存方便	存在接种不良反应，对生产条件要求较高
病毒载体疫苗	将抗原基因插入至病毒载体，病毒表达出抗原性而不表达毒性	研发快速，制备简单，生产成本低，免疫力持久	可能诱发自身免疫反应，DNA 疫苗存在整合宿主基因而致癌风险；mRNA 疫苗稳定性较差
核酸疫苗	将编码某种抗原蛋白的外源基因直接导入体内，通过宿主细胞的表达系统合成抗原蛋白	免疫力持久	安全性略差，保存和运输条件要求高
减毒活疫苗	病原体经处理后毒力降低或丧失毒力，仍保留其抗原性		

资料来源：疫苗技术的研究进展与分析. 中国新药杂志. 范红，于振行等. 中银证券

据世卫组织最新消息，全球已有超过 133 个新冠疫苗研发项目，其中 15 项已经进入临床试验阶段，8 个项目已经注册了临床 II 期试验。按目前各研发单位已发布的临床数据试验结果来看，国内灭活疫苗项目在阳转率，安全性等方面具有相对的优势，而海外的 mRNA 疫苗和腺病毒载体疫苗等创新研发项目等也显示出巨大的临床价值与潜力。

海外方面，由牛津大学与阿斯利康联合研发的腺病毒载体疫苗是目前全球研究进展最快项目，其率先进入了临床 III 期试验，在英国约有 1 万人参与该试验，之后计划还会在其他国家征召超过 3 万人参与试验。阿斯利康方面也表示目前试验结果良好，如果顺利的话，今年 9 月或 10 月会开始向英国和美国提供首批疫苗，极大可能成为全球第一家上市新冠疫苗的公司；其次，美国 Moderna 公司所研发的 mRNA-1273 新冠疫苗是全球首款 mRNA 疫苗，此前在 5 月份已发布部分临床试验数据，原计划 7 月会进行 III 期临床试验，但近日公司称目前正在改变试验计划，后期试验可能因此被推迟；与此同时，另外一家 mRNA 新冠疫苗研发公司 BioNTech 似有赶超 Moderna 之势，其在 7 月 1 月发布了其与辉瑞联合研发的新冠 mRNA 疫苗 BNT162b 的 I 期和部分 II 期临床试验的积极结果：试验选取 45 人入组，每人接受了 10 $\mu$ g，30 $\mu$ g 或 100 $\mu$ g 剂量的疫苗或安慰剂，结果显示受试者耐受良好，不良反应少，在接种疫苗后 21 天，3 个剂量组均诱导出了高滴度抗体，且在 28-35 天达到峰值；并且，辉瑞预计会在 7 月开始 BNT162b 的 2b/3 期临床试验。此前，国内复星医药已与 BioNTech 签署协议负责中国国内 BNT162b 疫苗的开发与商业化运营，并且国家药监局上目前已显示关于复星医药与 BioNTech 联合开展临床试验申请的受理，BioNTech 此次发布的积极试验结果验证了其显著的临床价值，前景巨大，预计复星医药将凭借此番合作在 BNT162b 成功上市后迎来新的发展。

国内方面，进展最快的为中国医药集团下中国生物武汉所与北京所两项新冠灭活疫苗研发项目。武汉所 I/II 期临床揭盲数据显示，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，0，21 天程序接种两剂后中和抗体阳转率达 97.6%，0，28 天程序接种后中和抗体阳转率达 100%，而跟随其后发布的北京所 I/II 期临床揭盲数据同样显示 100% 的阳转率。6 月底，中国生物新冠灭活疫苗项目临床 III 期试验已在海外启动，按疫苗 III 期临床试验所需最短时间 3 到 5 个月来看，如试验顺利的话，国药中生有望在今年底或明年初成为国内第一家上市新冠疫苗的厂家，加之中国生物已建成的年产可达 1.2 亿剂的全球最大新冠疫苗生产车间，疫苗上市后的产能因此得到保证，公司前景值得期待；除此之外，康希诺生物研发的 Ad5-nCov 腺病毒载体疫苗是与阿斯利康直接竞争的国内项目，虽然此前因研究思路与阿斯利康类似而受到其动物实验失败所影响，股价直接下跌近 30%，但其随后发布的临床 I 期揭盲数据显示出积极结果：腺病毒载体疫苗 Ad5-nCov 接种后 28 天可耐受，并具有免疫原性；在健康成人中，对 SARA-Cov-2 的体液反应在接种后第 28 天达到峰值，接种后第 14 天产生快速的特异性 T 细胞反应；总体而言其具有良好的安全性，较高的体液免疫水平以及细胞免疫应答水平。积极的试验结果重新赢回了民众的信心，日前康希诺发布公告称 Ad5-nCov 疫苗已获得有效期为一年的军队特需药品生产批件，II 期临床试验揭盲也已完成。如果其 II 期揭盲数据积极，后续 III 期临床试验进展顺利，康希诺将会成为第一家在国际舞台上 PK 全球领先生物制药企业的中国企业，其基于创新的腺病毒载体疫苗研发平台将持续助力公司后续发展。

图表 2. 全球研发进展较快的新冠疫苗项目列表

研发企业/合作机构	疫苗类型	临床前研究	获得临床批件	I 期	II 期	III 期	生产批件申请
阿斯利康/牛津大学	腺病毒载体疫苗						
国药中生/武汉所	灭活疫苗						
国药中生/北京所	灭活疫苗						
康希诺生物/中国军科院	腺病毒载体疫苗						
Moderna/NIAID	mRNA 疫苗						
BioNTech/复星医药/辉瑞	mRNA 疫苗						
Novavax	重组蛋白亚单位疫苗						
科兴生物	灭活疫苗						
昆明所	灭活疫苗						
Inovio/艾棣维欣/康泰生物	DNA 疫苗						
Gamaleya Research Institute	腺病毒载体疫苗						
帝国理工学院	SaRNA 疫苗						
Curevac	mRNA 疫苗						
智飞生物/中科院	重组蛋白亚单位疫苗						
沃森生物/苏州艾博	MRNA 疫苗						
康希诺生物/Precision NanoSystems	mRNA 疫苗						

备注：临床前研究企业/机构未全部列出

资料来源：百度搜索，中银证券

## 政策判断：医改持续深入推进，医药行业模式重构

2020年3月5号，中共中央，国务院发布《关于深化医疗保障体制改革的意见》，随后医药行业多项具体重磅政策陆续颁发，涵盖药品集采，药品监管，一致性评价和医保支付方式变革等方面，医疗体制改革持续深入，医药行业进入一个新周期。展望未来，我们认为会呈现以下趋势：

图表 3. 2020 年上半年医药重磅政策盘点

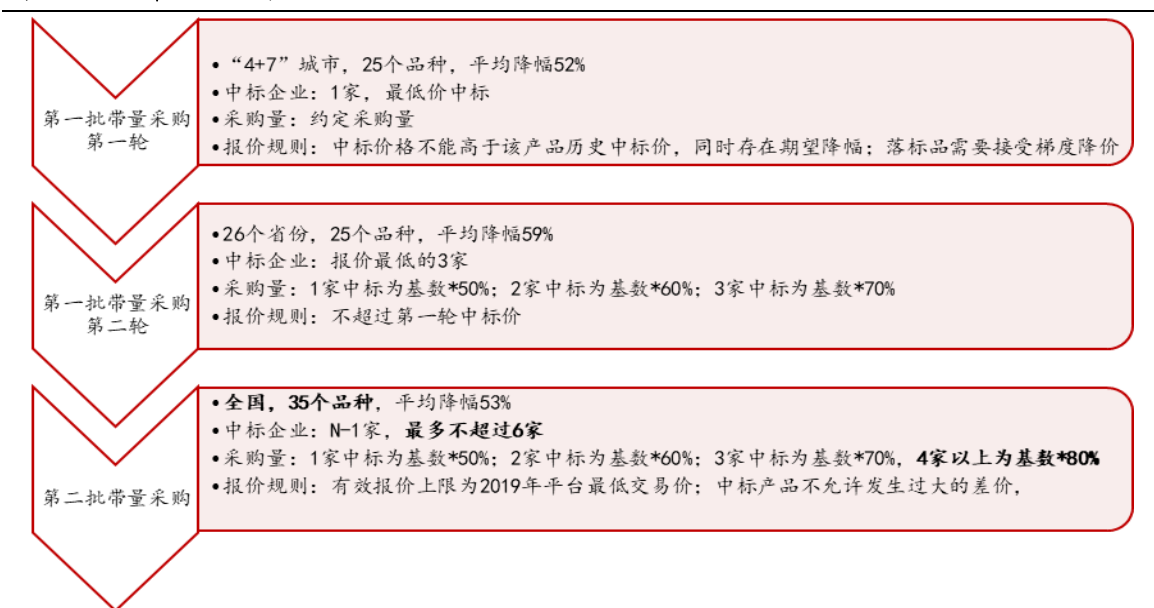
颁布时间	政策名称	颁布单位
2020/1/16	关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知	国家医保局, 国家卫健委, 国家药监局, 工业和信息化部, 中央军委后勤保障部
2020/3/5	关于深化医疗保障体制改革的意见	国务院
2020/5/12	关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告	国家药监局
2020/5/20	公共卫生防控救治能力建设方案	国家发改委, 国家卫健委, 国家中医药管理局
2020/6/9	关于做好新形势下抗菌药物临床应用管理工作(征求意见稿)	国家卫健委
2020/6/18	关于印发医疗保障疾病诊断相关分组(CHS-DRG)细分组方案(1.0版)的通知	国家医保局
2020/6/17	关于做好2020年城乡居民基本医疗保障工作的通知	国家医保局, 财政部, 国家税务总局

资料来源：政府部门官网，中银证券

### 1) 药品带量采购逐步常态化，集采范围扩大趋势明显

2020年1月16日，国家医保局，国家卫健委等5个部委联合发布关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知。国家药品带量采购自2018年底启动，目前已经完成三轮，包括2018年12月底的“4+7”集采，2019年9月的联盟地区集采和2020年1月的第二批国家集采，从一开始的11个城市，25个品种到第二批集采的全国地区与33个品种，药品带量采购范围逐渐增大，品种逐渐增多，允许中标企业数量越来越多，配套实施规则与服务也日趋完善，国家药品集采已逐步进入常态化。目前，各省医保局已开始筹备第三批集采品种的报量工作，据界面新闻，第三批国家带量采购共包含了53个品种，86个品规，药品品种趋向丰富，且随着注射剂一致性评价的落地和疫苗集中采购政策的完善，药品范围也会由常规药品向注射剂和疫苗等产品扩散。

图表 4. 三轮带量采购情况



资料来源：上海医药阳光采购网，中银证券



除药品集采外，去年7月国务院印发了《治理高值耗材改革方案》，该方案为高值耗材集采提供了纲领性的文件，随后江苏和安徽等试点地区也率先开展了心脏支架等产品的高值耗材集采。医保局在今年工作重点中提出，要在全国范围内开展冠脉支架等高值耗材带量采购试点，这意味着高值耗材纳入集采已是不可逆转之势。考虑到器械和药品的差异性，且器械本身的复杂性，各试点地区前期先各自进行了探索，之后预计会在试点地区的经验基础上逐步由国家统一组织高值医用耗材集中带量采购，将相对标准化的，较为成熟和稳定生产的产品，比如冠脉支架等作为切入口，建立起规范而常态化的高值耗材集采制度，统一全国医保高值耗材分类与编号，完善产品数据标准化工作，为地方开展高值耗材集采提供示范。

综上，我们认为，国家药品集采逐步进入常态化，药品种类和数量等会进一步增大，且目前已取得明显成果：有效地实现了降低药价的目的，使得制药行业优胜劣汰加速，鼓励了药企由低端仿制药向高端仿制药以及创新药研发的转型；同时，其成功的经验向高值耗材领域推广是必然趋势，这对国内器械企业来说是挑战也是机遇，具有技术优势和自主研发能力的企业有望在集采过程中提升市场份额。

### 第三次全国集采中再次大幅降价格可能性不大，原因在于：

对于企业而言，经过前几次的集采之后，集采品种的价格普遍逼近成本价，生产企业的利润率也下降到合理水平。进一步降价不仅对于医保节省费用的帮助不大，而且还会导致部分品种供给短缺。因此医保更有可能将注意力集中在还没有集采的注射剂和医疗器械中去。相关公司的风险需要重点关注。对二级市场而言，由于市场已经对于带量采购有充分预期，所以进一步的带量采购对医药板块整体冲击不大，但是对于局部有所冲击（如注射剂、医疗器械等）。对于部分企业，因为前几次的集采致使基本面见底（或者预期见底），如果有积极变化的因素，值得重点关注。

#### 2) 注射剂一致性评价推进落地，竞争格局重构

注射剂一致性评价在2017年被首次提出，但在之后两年内无具体细则发布，直至2019年，CDE发布《化学仿制药参比制剂目录（第二十一批）》，其中首次出现了注射剂参比制剂，注射剂一致性评价才重回大众视线。2020年5月14日，国家药监局发布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发布了三份配套文件，分别为《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》、《化学药品注射剂（特殊注射剂）仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》和《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价申报资料要求》，这标志着在近两年的酝酿和准备之后，注射剂一致性评价正式启动，注射剂一致性评价政策体系和审评标准已趋向成熟。注射剂一致性评价的开展可提升我国注射剂的质量水平，健全注射剂企业的风险质控体系；同时，随着注射剂一致性评价的集中申报，预计今年下半年会有一批已提交申报备案的注射剂品种通过审批，从而尽早进入药品集采范围，赢得更高的市场份额，而未来的1-2年，将会有更多的注射剂产品通过审批而纳入药品集采，这使得注射剂行业优胜劣汰加速，竞争格局面临重构，布局早、产品线全、研发能力强的优质龙头企业更有机会胜出。

图表 5. 注射剂一致性评价相关政策文件

颁布时间	政策名称	颁布单位	内容
2017/5/11	《关于鼓励药品医疗器械创新实施药品医疗器械全生命周期管理的相关政策（征求意见稿）》	国家药监局	提出开展注射剂再评价
2017/10/8	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	国家药监局	正式明确提出 5-10 年时间进行注射剂一致性评价工作
2017/12/22	《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》	国家药监局	正式明确注射剂一致性评价规范
2019/10/5	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》 《已上市化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价申报资料要求（征求意见稿）》	国家药监局	提出了化学药品注射剂仿制药研究的一般评价思路、特殊注射剂化学仿制药药学方面的研究内容和评价要点、人体生物等效性研究的评价方法
2019/11/5	《化学药品注射剂仿制药（特殊注射剂）质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》	国家药监局	提出了特殊注射剂化学仿制药研究的一般评价思路、特殊注射剂化学仿制药药学方面的研究内容和评价要点、人体生物等效性研究的评价方法
2020/5/12	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	国家药监局	已上市的化学药品注射剂仿制药，未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的品种均需开展一致性评价

资料来源：CDE，国家药监局，国务院办公厅，中银证券

### 3) 医保支付方式改革，DRGs 有效助力医保控费

2019 年 6 月，国家医保局发布《按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单》的通知，确定 30 个城市作为 DRG 付费国家试点城市；10 月，国家医保局发布《关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点技术规范的分组方案的通知》，确定 26 个主要诊断分类（MDC）和 376 个核心 DRG 分组，要求 2020 年模拟运行，2021 年启动实际付费；2020 年 6 月，国家医保局发布《关于印发医疗保障疾病诊断相关分组（CHS-DRG）细分组方案（1.0 版）的通知》，进一步对 376 个核心 DRG 进行细化，统一 CHS-DRG 分组体系，同时规定各试点城市在 8 月 31 日前向 DRG 付费国家试点技术指导组提交评估报告，经审核后开展模拟运行。由此可看出，目前 DRGs 相关的政策与技术方案的初型已定，之后的工作重点主要会是政策的具体落实推进以及方案模型的不完善与改进。

医保控费是医改的核心，我们认为国家未来仍会以医保支付方式改革为主要方式而进行整体控费设计，其中开展按疾病诊断相关分组（DRGs）付费试点会是发展重点。作为海外一种较为成熟与先进的医保支付模式，DRGs 可以有效地减少过度医疗，控制医疗费用，强化医疗机构成本管理，提高医保支付效率和医疗服务能力，其在全国的推广已是大势所趋。

### 4) 基本药物面临调整

2020 年 6 月 9 日，国家卫健委连续下发两个文件，第一个为《关于做好新形势下抗菌药物临床应用管理工作》的征求意见稿，要求医疗机构要结合以基本药物为主导的“1+X”用药模式（“1”为国家基本药物目录，“X”为非基本药物），优化抗菌药物供应目录；第二个则为《关于采集二级和三级公立医院 2019 年度绩效考核数据有关工作的通知》，通知要求基本药物的使用成为重要考核指标；6 月初，国家卫健委药政司在 2020 年工作重点中将基本药物内容列为了第一项重点任务。由此种种可见，基本药物在 2020 年将迎来调整，完善和增补基本药物目录，统一城市和县域基本药物目录，完善医疗机构基药配备和基药纳入集采范围等将会是主要发展方向。

## 原料药-制剂一体化大势所趋、全球订单加速转移至中国

一致性评价和带量采购对中国仿制药行业的影响类似于全球市场范围内的专利悬崖，中国仿制药企业享受多年的政策红利一去不复返。

### 趋势 1：原料药-制剂一体化大势所趋

从全球比较来看：全球大型仿制药企业（尤其是印度）均呈现明显的原料药-制剂一体化模式，其优秀的代表为 Sun Pharm、Dr Reddy's 等市值达到 400-1000 亿人民币。由于国内仿制药价格在集采的压力下持续下降，薄利多销成为可行的策略，因此足够大的市场尤为重要。这对于主要分布在长三角地区、以出口起家的原料药企业延伸到制剂领域而言有天然的优势（同一种产品同时供应中国+全球市场，市场的量足够大）。其中优秀的企业因为多年出口欧美原料，生产线接受跨国制药巨头们的审计，产品质量是其核心优势。但是这些原料药企业在转型制剂的过程中，其薄弱的销售能力制约了其国内市场的开拓，因此出现了原料药企业做制剂往往是先在海外申报上市，再转国内申报销售（华海药业、健友股份等）的情况。而现在：出口转国内申报的制剂品种等同于过一致性评价、同时逐步推进的带量采购正好弥补了其天然的销售短板，从而使其国内制剂品种中标之后迅速放量。从趋势来看，常规的仿制药一定会走向原料药-制剂一体化，未来仿制药的商业价值将大部分由原料药构成（对于规模优势的企业而言是可以接受：卖仿制药就是赚原料药的价钱）。

### 趋势 2：中国原料药企业赶超印度的趋势在形成。

从技术能力上来说，中国的原料药企业过往主要生产中间体，而印度的原料药企业主要生产 API 原料药和出口欧美的制剂，中国企业是印度企业的上游。从制药产业的价值链上来看，中国企业是低于印度企业的。但是现在情况正在发生变化，中国企业赶超印度企业的因素有 2 个：

1、技术水平提升。以往生产中间体，随后逐步升级到 API 原料药，到近年来生产制剂出口欧美，再到未来往高仿难仿、特殊剂型类升级，中国的原料药企业在全世界制药业的价值链逐步提升。

2、中国的特殊优势：CDMO（从标准化产品走向定制化产品）。CDMO 是一种服务属性极强的柔性化的工业生产，中国在 CDMO 领域的优势高于印度，主要原因在于：中国政策环境对于 IP 专利的保护远高于印度、中国从业人员服务意识普遍高于印度（更加接受勤奋工作的加班文化）、中国具备更加完整的产业链（化工产业链、CRO 产业链、风险投资体系等）。因此中国的 CDMO 行业出现合同数量持续增加，供应份额大幅增加（由原来的备选供应商变为核心供应商），商业价值持续提升（中间体到原料药）。

### 趋势 3：中国原料药供应体系在全球的相对优势在加强。

中国原料药供应链体系具备比较优势。原料药的供应链体系主要是基础化工到精细化工的产业链，在疫情之前中国的化工产业链就比较完整，在全球具备比较优势。在疫情阶段，中国的抗疫表现优秀，保障了原料药的全球供应，大客户（跨国药企等）对中国原料药供应链更加信任。因此今年以来原料药行业出现了部分原属于海外竞争对手的订单逐步转移到中国来的情况。中国原料药供应体系在全球的相对优势在加强。

## 创新药领域高强度投资推动 CRMO 行业持续深化发展

我们判断创新药的投资强度的趋势应该考虑到两个方面：1、创新药本身的投资回报率；2、创新药投资相对其他领域的相对吸引力。这两方面均决定了中国的创新药投资将会持续。

首先：全球来看，一个 first-in-class 新药的平均研发周期在 12-15 年、投入为 21.7 亿美金。而国内目前的研发主要集中于 me-better、fast follow-on 等，简单而言可以概括为跟随式创新，投资规模和风险（时间 5-10 年，投资规模数亿人民币）远低于全球创新药。虽然当前医保谈判使得创新药价格也是逐步走低，但是其放量周期明显提前。考虑到中国巨大的市场规模，目前在国内投资创新药的回报率是可以接受的，其最大的风险不在于研发成功率，而在于产品上市进度慢于竞争对手。

其次：尽管投资创新药的失败概率较大，但从投资组合的角度来说，投资一定数量的创新药项目的成功率是可以保障的。由于近几年重磅炸弹（PD-1、安罗替尼、西达苯胺、艾芙替尼等）在国内商业价值的示范效应，加上港股市场和 A 股科创板投资退出渠道的完善，从在全社会投资回报率下降的背景，投资创新药存在相对吸引力，因此吸引了社会资本跨行业持续涌入行业，突出体现在：VCPE 融资额持续提升。

而对已经在医药行业从业多年的产业资本来说（主要是医药行业上市公司），创新药研发又更是产业环境迫使其做出的必然选择。由于中国传统的制药企业享受多年的政策红利，在仿制药集采的大背景下，制剂企业受到的影响跟原料药企业完全相反（过往赖以生存的销售能力逐步弱化、过往的高利润率持续下降），迫使其不得不走向研发创新。

我们看到生物制药行业 PE/VC 一级市场融资额在 2017-2019 出现了爆炸式增长，加上 A 股和港股上市公司研发投入持续上升，这些钱会持续 2-3 年投入到研发中去，所以新药研发的资金中短期以内都会持续增长。创新药的投资在 2-3 年内仍将保持很高的强度，因此 CRMO 行业将持续维持较高的景气度。除此之外，CRO 公司与风险投资机构呈现交叉持股的趋势，这会提高创新药投资的成功概率，这一趋势值得重点关注。

## 优质的、高水平的医疗服务需求持续上升

当前的政策都指向一点：“低成本、广覆盖”。从支付端开看：药品和医疗服务的可及性正在提升，医保也做好了老龄化时代全面到来前全民广覆盖的准备。但是被遏制的高端、差异化的需求从何满足？从另一方面来看：公立医院的医生作为医疗服务的主要提供载体，其收入水平受到集采的重要影响，他们的利益如何保障？因此，需求和供给两方面都驱动了在公立医院、医保体系以外庞大的自费、中高端、差异化医疗服务市场的发展。重新看回支付端：从商业健康险的筹资规模来看，2017年保费规模达到4389亿，2012-2017年的复合增速达到38%，未来筹资额有望过万亿。从社会办医的角度来看，诊疗方式固化、疾病认知较为充分、扩张能力较强的领域适合投资，包括：医美、骨科、康复养老、细胞治疗、抗衰老、眼科、产科等，这些领域值得重点关注。

## 本土医药企业龙头的命运：跨越“不可能三角”、与狼（跨国企业）共舞

趋势1：本土医药企业龙头将与跨国药企进行更加激烈的竞争。

不可否认：跨国医药企业巨头在中国的市场份额持续提升，对于中国企业的挤压比之数年前愈发明显。不能否认的客观事实是：跨国巨头在中国市场受到带量采购的影响要远小于国内本土药企。由于药审政策对于创新药的鼓励，使得全球创新药能够更快的进入中国，更快的进入医保准入，更快的放量。进而我们看到多家跨国巨头中国区的业绩呈现加速的趋势。我们必须认识到：在全面扩大对外开放的背景下，这一趋势只会愈演愈烈而不会倒退，跨国巨头与本土企业将长期呈现“亦师亦敌”的关系。过去二十年，本土企业在与跨国巨头竞争的过程中采取跟随战略获得了长足的进步。在未来，以大量牺牲本土医药企业为代价的基础上，少数优秀的本土龙头公司将逐步获得与外资对等的竞争局面，形成“与狼共舞”的局面。

趋势2：跨越医药企业的“不可能三角”。

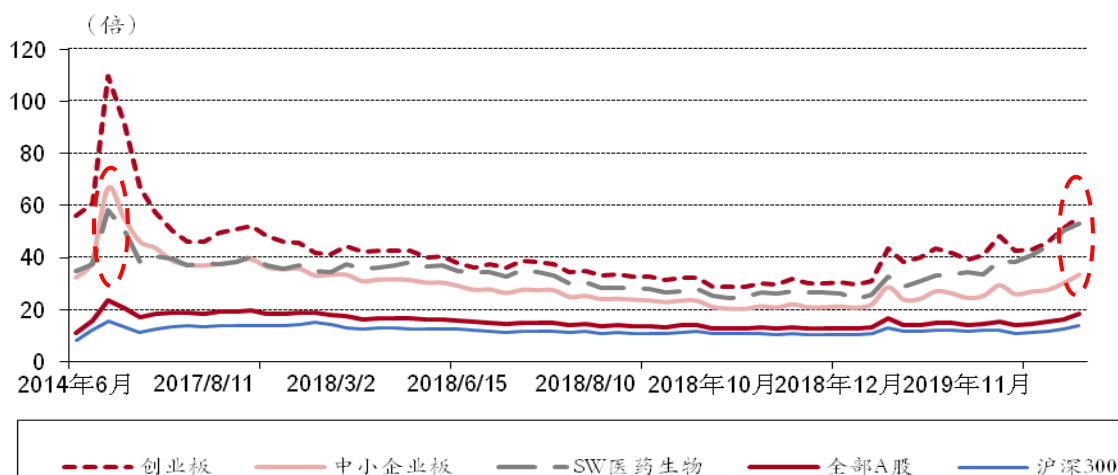
我们大体可以认为对医药企业而言：优秀的产品管线、优秀的现金流、优秀的盈利能力，这三者很难兼得，从而形成了医药企业的“不可能三角”。在过往的产业环境中，医药企业往往只需要满足其中两个条件即可，其中一类企业满足：优秀的现金流+盈利能力。这一类公司依靠拳头品种获得极强的盈利能力和优秀的现金流，但是在行业变局突然来临的情况下，受到了重大的打击。还有一类企业具备优秀的产品管线，但现金流和盈利能力都比较差，这一类企业以港股创新型生物制药公司为主。除了极少数公司如恒瑞医药、中国生物制药等，大部分本土企业都无法在长期市场检验中同时达到这三个标准。而放眼全球范围，跨国医药巨头基本上全部符合这三个条件。这些跨国巨头经过数十年甚至上百年的市场洗礼，是具备强大的能力去抢夺中国市场的。我们认为中国医药企业龙头的使命就是要不断提升自身产品能力，跨越“不可能三角”，从而在更高层次上与跨国巨头进行竞争。

## 医药行业估值分析

### 估值比较

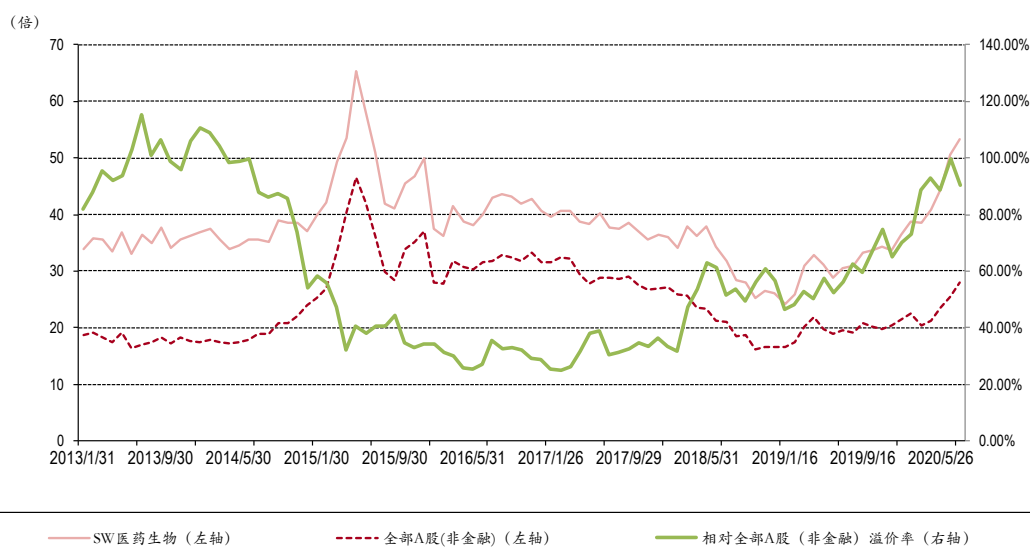
纵向来看：2018年年底医药板块PE为24.16倍，逼近历史最低水平；经过2019年的上涨，医药板块市盈率PE（TTM）达到33.65倍，恢复到历史平均水平之上。而进入2020年以来，医药板块加速上涨，市盈率PE（TTM）达到53.23倍，逼近2014-2015年大牛市顶点的估值水平（2015年6月，PE约58倍）。医药板块相比全部A股（剔除非金融）溢价率为90.18%，尽管近期由于大盘上涨使得溢价率有所回落，但仍然接近历史最高水平（出现在2015年9月30日，达到106.55%）。

图表 6. SW 医药生物板块及市场市盈率变化（历史 TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：万得，中银证券，时间截止2020.7.7

图表 7. SW 医药生物板块溢价率（历史 TTM，整体法）



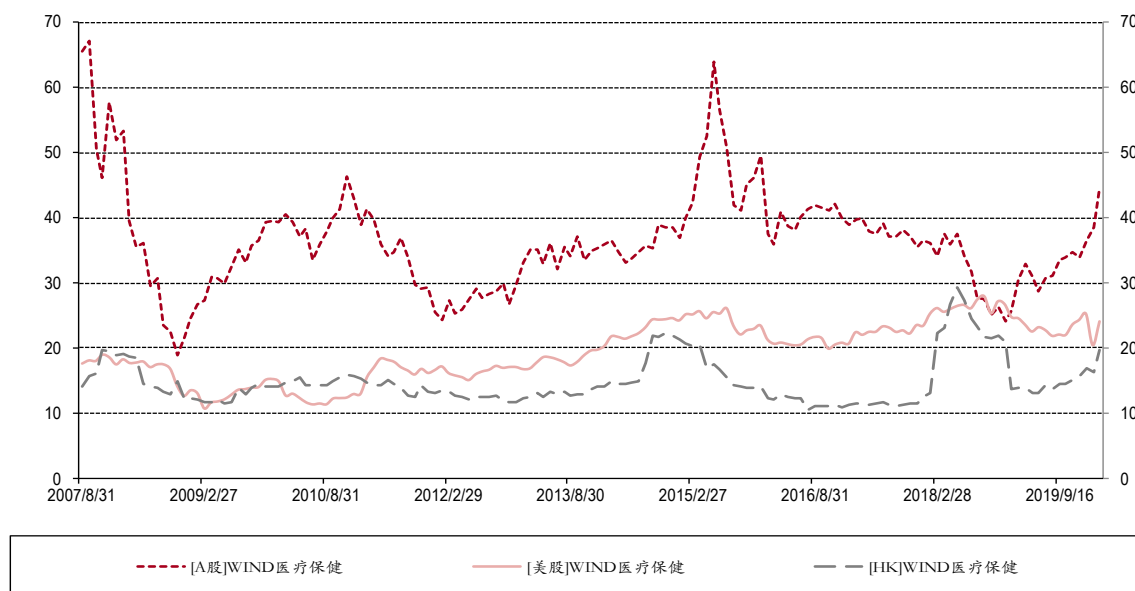
资料来源：万得，中银证券，时间截止2020.7.7

**横向来看：结构性牛市并不是 A 股医药板块独有，全球来看都有案例，估值分化是常态。**A 股医药板块市盈率 PE (TTM、整体法) 为 53.23 倍、美股医药板块市盈率 PE (TTM、整体法) 为 23.41 倍、港股医药板块市盈率 PE (TTM、整体法) 为 20.20 倍。进一步细分来看，美股医药股对于大型成熟型医药巨头的市盈率在 20-30 倍左右，对于增速较快的成长型中小型生物医药类公司的市盈率可以给到 40 倍以上甚至更高，但对于基本面和未来前景较差的股票而言，流动性和估值都比较差，美股估值体系能完整的反应风险对价。

在港股市场，作为离岸金融市场，虽然估值中枢会较低一些，但今年以来，港股医药白马股也持续上涨，港股中大市值医药白马股的市盈率也提升到 40-50 倍甚至更高的水平（对于像阿里健康这样的具备风险资产属性的公司，即便利润为负或者微利，但市值也给到了 3000 亿港币）。但是港股对于小市值公司是有明显的折价效应，估值普遍低于 20 倍；不过对于部分中小市值股票（有时候是基本面成长性确实强，有时候是题材炒作热度特别高，有时候是科技股属性比较强的股票）港股市场仍然能够给予 50 倍以上甚至负值的 PE 估值。除此之外，港股市场存在着大量的“仙股”，处于流动性和估值都很差的位置。

对于 A 股医药板块而言，中大市值医药白马股的市盈率在今年以来水涨船高，普遍达到 50-100 倍；而中小市值细分领域优质公司也能给予 40-50 倍甚至更高的估值；而其他绝大部分股票都陷入长期估值低流动性差的局面。分板块来看：医疗服务、医疗器械、生物制品、化学原料药均逼近历史估值高点，而化学制剂、中药、医药商业虽然也有所上涨，但估值仅处于历史平均水平之上，距离历史估值上限仍有一段距离。微观层面上也可以看出，即便在医药板块内部也是呈现结构性牛市，部分业绩突出，前景较好的公司的估值持续提升；大量基本面较差的公司持续处于估值流动性差的底部区域。

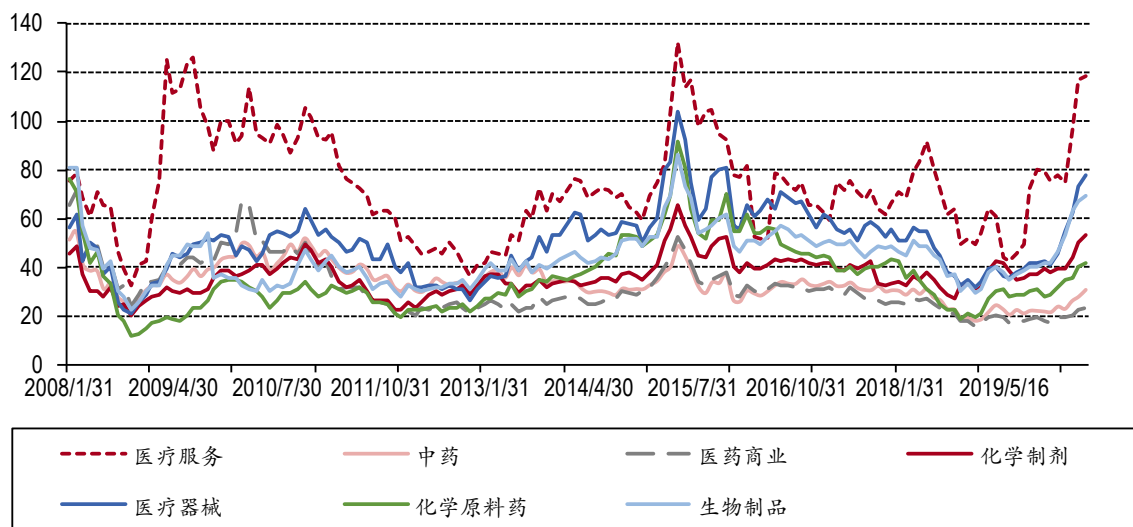
**图表 8. 2007-2020.7 美股、港股及 A 股医药生物板块 PE 比较 (TTM, 整体法)**



资料来源：万得，中银证券，时间截止 2020.7.7



图表 9. 2007-2020.7 A 股医药生物板块各细分行业 PE 估值水平比较



图表 10.A 股、美股、港股代表性医药公司估值比较

港股医药公司	净利润增速 2019(%)	PE (TTM)	A 股医药公司	净利润增速 2019(%)	PE (TTM)	美股医药公司	净利润增速 2019(%)	PE(TTM)
石药集团	20.56	25.88	恒瑞医药	31.05	94.72	强生	(1.16)	21.94
中国生物制药	18.43	61.80	金城医学	72.44	92.50	辉瑞	45.91	12.14
丽珠医药	20.39	26.03	迈瑞医疗	25.85	73.03	诺华	(6.97)	16.50
三生制药	(23.76)	26.62	长春高新	76.36	92.85	默克集团	58.25	19.80
阿里健康	1.00	(41,143.39)	凯莱英	29.32	91.54	艾伯维	38.60	17.42
平安好医生	19.50	(157.90)	药明康德	(17.96)	124.93	雅培	55.70	45.95
药明生物	60.77	161.08	爱尔眼科	36.67	154.10	吉利德	(1.26)	19.40
复宏汉霖	(77.33)	(28.86)	智飞生物	63.05	66.97	礼来	157.38	28.85
国药控股	7.14	9.73	康泰生物	31.86	226.46	安进	(6.58)	19.64
翰森制药	34.35	75.69	益丰药房	30.58	73.57	再生元	(13.44)	30.97
康龙化成	62.83	97.68	华兰生物	12.63	67.54	百济神州	(40.79)	(13.42)
信达生物	70.20	(39.31)	泰格医药	78.24	76.71	爱德华手术	44.96	38.89
康希诺生物	(13.37)	(282.18)	昭衍新药	64.64	119.01	直觉外科	22.29	49.18

资料来源：万得，中银证券，时间截止 2020.7.7

从微观业绩比较来看也支持当前结构性牛市的判断。尽管 A 股医药板块今年获得了 37% 的涨幅，但是从业绩增长来说近两年医药板块的业绩增速处于下降的趋势，而 2020 年 Q1 更是实现了负增长。少部分的优质公司可以获得持续的业绩增长，而大部分的医药公司呈现业绩持续下滑的趋势。从相对吸引力的角度来看，尽管医药板块业绩增速在下降，但相比于其他板块还是具备更强的确定性和更好的远景，因此呈现了医药板块的牛市。而在医药板块内部，正是因为优质龙头公司或者高景气度赛道的公司相比于绝大部分医药公司具备更好的前景和更高的确定性，因此呈现了医药板块内部少部分股票的牛市（白马股、器械、CXO、创新药、原料药等）。此外，尽管优秀公司估值较高，但是基于比较快和确定的增长速度，以 2021 年的角度来看，估值仍然在可以接受的范围（例如：2021 年恒瑞医药、长春高新、迈瑞医疗 PE 估值为 56 倍、47 倍、52 倍；2022 年恒瑞医药、长春高新、迈瑞医疗 PE 估值为 44 倍、37 倍、44 倍）。

图表 11. 2016-2020 年 Q1 美股、港股及 A 股医药生物板块业绩同比增速比较

板块同比增速(%)	2020Q1	2019A	2018A	2017A	2016A
[A 股]SW 医药生物	(12.31)	(0.22)	(6.53)	27.52	25.65
[港股]WIND 医疗保健	(15.86)	(10.70)	74.36	(33.86)	14.84
[美股]WIND 医疗保健	(24.73)	23.10	28.97	(33.78)	9.18

资料来源：万得，中银证券。备注：同比口径未有剔除新股上市

图表 12. 医药白马股业绩增速和估值情况

	2019 年增速 (%)	2020 年预测增速 (%)	PE (2020E)	PE (2021E)	PE (2022E)
恒瑞医药	31.05	28.48	75.42	58.76	46.32
金城医学	72.44	33.52	70.24	56.42	44.50
丽珠集团	20.39	17.93	29.84	25.57	21.61
长春高新	76.36	56.80	65.14	49.92	39.41
复星医药	22.66	6.85	25.62	21.37	17.64
药明康德	-17.96	40.11	85.18	63.93	49.85
国药股份	14.23	11.39	16.86	14.66	12.83
智飞生物	63.05	40.80	47.67	36.30	29.01
康泰生物	31.86	44.24	130.42	77.06	49.02
益丰药房	30.58	32.54	59.96	45.98	35.52
华兰生物	12.63	29.43	51.69	44.08	37.82
云南白药	19.75	8.23	30.67	27.38	25.11
迈瑞医疗	25.85	22.93	63.34	52.31	43.60
爱尔眼科	36.67	23.65	107.59	78.81	60.60

资料来源：万得，中银证券，时间截止 2020.7.7

### 北上资金成为重要影响因素

此外沪港通、深港通开通之后，外资进入 A 股的渠道更加通畅，外资成为近两年来重要的边际力量。从沪深港通的持股情况来看，外资偏向买入基本面较好，市值较大的白马股。随着 A 股在 MSCI 指数的权重加大，中国资本市场的进一步扩大开放，外资进入 A 股是一个长期持续的过程，A 股的投资风格也将持续的向全球发达资本市场靠拢。

图表 13. 沪深港通持股情况

深沪港通持股市值前十	股票代码	公司名称	持股市值 (亿元)	所属市场
1	600276.SH	恒瑞医药	570.34	沪港通
2	300760.SZ	迈瑞医疗	180.23	深港通
3	603259.SH	药明康德	164.09	沪港通
4	300015.SZ	爱尔眼科	151.09	深港通
5	300347.SZ	泰格医药	126.21	深港通
6	000538.SZ	云南白药	94.48	沪港通
7	002007.SZ	华兰生物	58.34	沪港通
8	603939.SH	益丰药房	53.91	深港通
9	300142.SZ	沃森生物	51.85	深港通
10	300122.SZ	智飞生物	49.79	深港通
深沪港通持股占比前十	股票代码	公司名称	所占比例 (%)	所属市场
1	300347.SZ	泰格医药	17.91	深港通
2	300244.SZ	迪安诊断	13.10	沪港通
3	603259.SH	药明康德	12.47	沪港通
4	603882.SH	金城医学	12.38	深港通
5	603939.SH	益丰药房	12.27	沪港通
6	600276.SH	恒瑞医药	11.39	深港通
7	300015.SZ	爱尔眼科	8.14	深港通
8	000538.SZ	云南白药	7.91	深港通
9	000999.SZ	华润三九	7.54	深港通
10	300298.SZ	三诺生物	6.99	沪港通

资料来源：万得，中银证券，数据截止至 2020.6.30

**观点总结：少数者的牛市，估值分化成为常态。**

从业绩增长，估值分化情况，估值的纵向对比（跟历史极值的对比）和横向对比（跟港股，美股市场的对比）等多方面分析，均可以认定当前的上涨为结构性牛市，也即少数者的牛市。尽管 A 股医药板块实现较大幅度上涨，但上涨的主要还是大市值白马股和中小市值细分领域优质公司，大部分基本面较差的公司估值较低，甚至出现流动性极差的情况。我们认为估值分化将成为常态，加上 A 股持续扩大对外开放，外资进入 A 股的渠道日益通畅，外资对 A 股的话语权逐步增大，A 股投资风格逐步向全球发达资本市场靠拢，估值分化将成为常态。

## 主要风险

1. 新冠疫情逐步控制甚至消失，使得医药板块的相对吸引力下降。
2. 带量采购政策带来的药品价格下降幅度超预期。
3. 注射剂一致性评价和带量采购的进度快于预期。
4. 医疗器械、耗材集采的进展快于预期。
5. 跨国医药巨头对于中国市场的投入加大，进一步挤压本土医药企业的空间。

附录图表 14. 报告中提及上市公司估值表

股票代码	公司名称	评级	股价	市值	每股收益 (元)		市盈率		每股净资产
					2019	2020E	2019	2020E	
300760	迈瑞医疗	增持	299.64	3,642.70	3.85	4.50	77.83	66.59	16.372
300601	康泰生物	增持	160.70	1,080.70	0.89	1.23	180.56	130.65	4.146
603127	昭衍新药	买入	97.38	220.74	1.10	1.46	88.53	66.70	3.783
300142	沃森生物	增持	52.15	801.77	0.09	0.59	579.44	88.39	3.144
739	普洛药业	买入	24.05	283.43	0.47	0.63	51.17	38.17	3.328
403	双林生物	增持	70.97	194.72	0.59	0.84	120.29	84.49	3.008

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 2020 年 7 月 7 日, 药明康德、康泰生物、智飞生物盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371