

# 2020年医药行业9月策略报告 去伪存真，锁定优质医药核心资产

证券分析师：朱国广  
执业证书编号：S060052007004  
联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn  
2020年9月7日

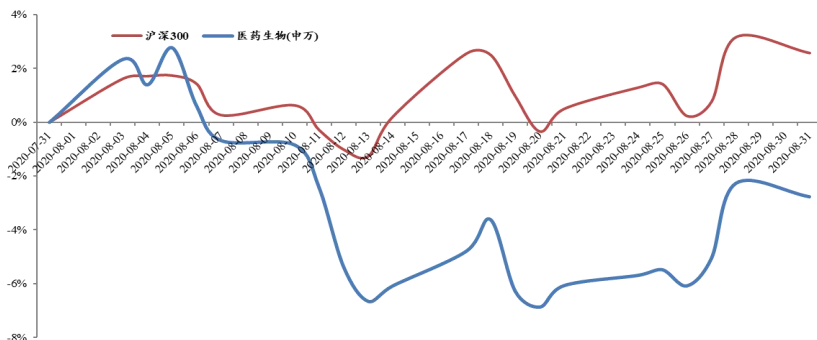
- 医药板块经过近4周横盘调整，企稳迹象明显，尤其是仿制药第三批带量采购落地后，比较符合我们上周判断；市场再次看透了仿制药的带量采购，即使中标市场也不关注，相反产业链地位较高的医疗服务、片仔癀等屡创新高，成为市场避险的风口；除老龄化提速及药审、医保变革外，三大因素支撑医药产业中长期牛市。
- **中长期逻辑三大因素**：1、**寻找内循环牛，消费+科技属性的医药**。近期刘鹤副总理多次强调，逐步形成一个以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展的新格局，尤其是内循环已经上升到国家战略。而医药产业具有消费及科技属性，符合内循环产业逻辑；微妙的中美关系，通过注册制打造国内硬科技上升国家战略，医药受益更加明显。**国内经济的内循环上升到国家战略高度，医药板块国产占比低子行业具有战略性大机遇，医疗器械板块机会更加明显**，尤其是IVD领域的化学发光诊断性耗材、心血管心脏瓣膜（介入治疗TAVA）、骨科关节耗材、高端眼科耗材等，详情请参加东吴医药团队近日发布医疗器械研究方法深度报告、眼科耗材专题报告。2、**全球创新药景气度在持续高涨**。2019年全球创新药销量TOP200的门槛从原来的6.9个亿提升到7.6亿美金，Top100从12.6亿美金提升到14.9亿美金，而国内2011年销量10个亿就是重磅产品，现在不到20-30亿很难成为一个重磅品种。3、**疫情不仅对医药防护有短期影响，对医药产业的健康影响是深远的**。中长期看，疫情有利于国家财政对投资不足的医疗产业投资加码；疫情利好疫苗产业的未来发展。
- **【投资策略】东吴医药团队观点：去伪存真、紧握核心资产；**
  - **医疗器械**：眼科耗材：昊海生科、爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：凯利泰、大博医疗、三友医疗、春立医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学；低值耗材：威高股份、三鑫医疗；
  - **原料药**：华海药业、九洲药业、仙琚制药；美诺华等；
  - **疫苗**：康泰生物、智飞生物、沃森生物、复星医药等；
  - **创新药及产业链**：恒瑞医药、药明康德、复星医药、亿帆医药等；
  - **苏州创新药组合**：信达生物、康宁杰瑞、博瑞医药、亚盛药业等；
  - **医疗服务**：美年健康、通策医疗、爱尔眼科等；
  - **药店**：大参林、老百姓、益丰药房等。
- **【投资组合】**近一个月医药板块调整明显，调整基本到位，但9月份为季报及政策真空期，医药板块很可能已横盘为主，重点推荐组合：迈瑞医疗、恒瑞医药、药明康德、智飞生物、康泰生物、长春高新、安图生物、凯利泰。
- **风险提示**：集采降价超预期风险、医改政策执行进度低于预期风险、行业竞争加剧风险、境内外疫情反复风险、医疗事故风险

- 一、医药8月行情回顾
- 二、国内外创新药研发进展
- 三、专题研究：全球疫情持续严峻，新冠研发持续推进
- 四、2020年9月医药行业投资策略及标的
- 五、风险提示

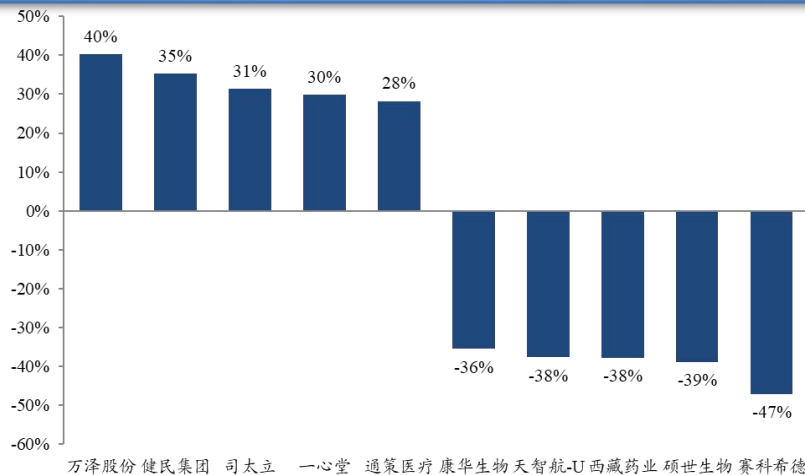
## 一、8月行情回顾

## 1.1 医药二级市场表现（截止2020/8/31）

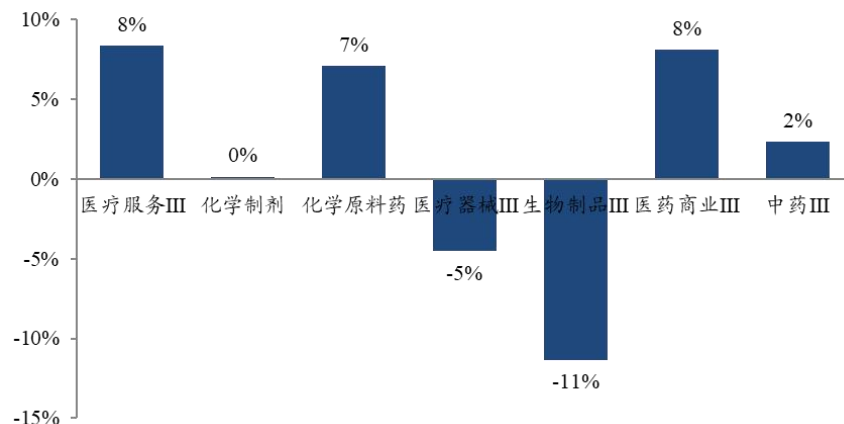
2020年8月医药指数相对沪深300走势



2020年8月医药个股涨跌幅排名



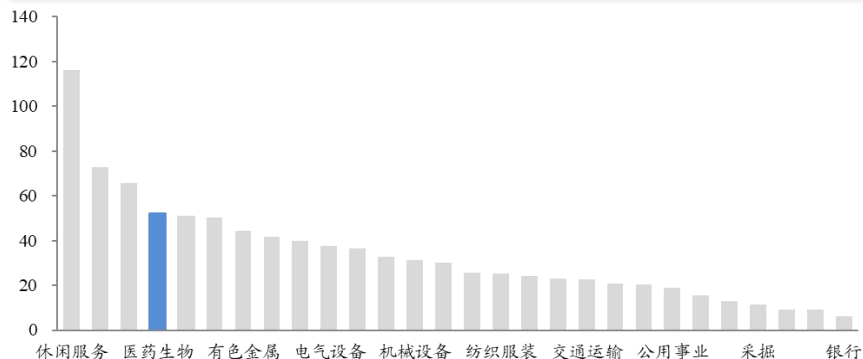
2020年8月医药子行业二级市场涨跌幅



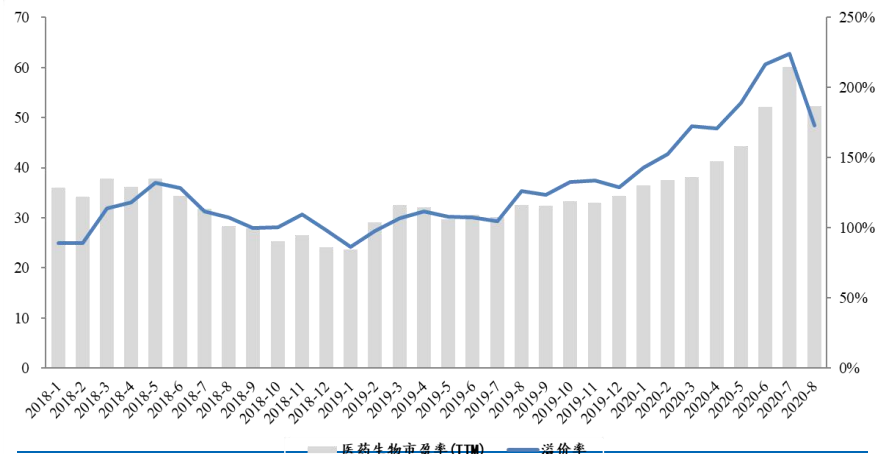
- 2020年8月份，申万医药指数下跌2.77%，跑输沪深300指数5.35百分点。
- 2020年8月份，医疗服务涨幅最大为8%，其次为医药商业（+8%）和化学原料药（+7%）；生物制品板块跌幅最大为-11%。
- 不考虑上市新股，8月份医药上市公司中涨幅最大分别为万泽股份（+40%）、健民集团（+35%）、司太立（+31%），跌幅最大分别为赛科希德（-47%）、硕世生物（-39%）、西藏药业（-38%）。

## 1.2 医药行业市盈率和溢价率

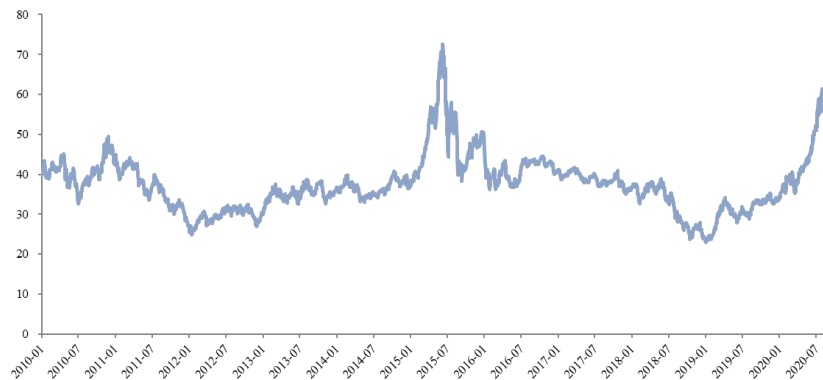
申万一级行业市盈率比较 (TTM, 剔除负值)



申万医药市盈率及与A股溢价率



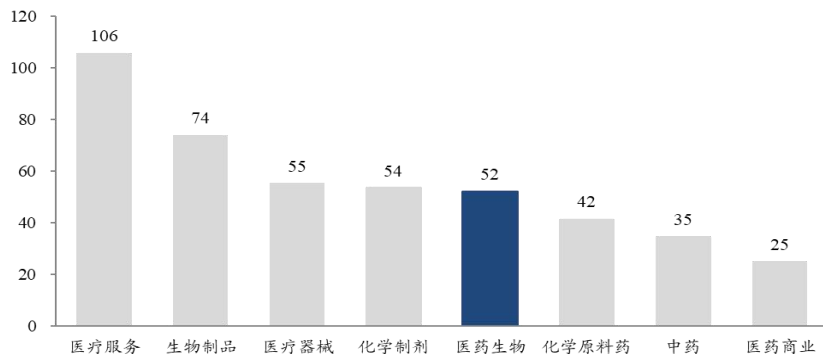
申万医药市盈率历史变化趋势



- 横向看：医药行业PE(TTM)为52倍，在申万一级行业排名第四。
- 纵向看：过去10年医药行业PE最高73倍，最低23倍，平均值38倍，目前医药行业PE高于历史平均估值。
- 医药行业相对于全部A股估值溢价率为173%，2020年8月份表现为下降趋势。

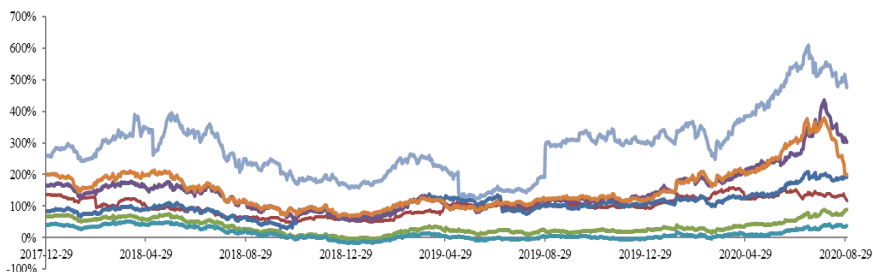
## 1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

申万医药子行业市盈率比较（TTM整体法）

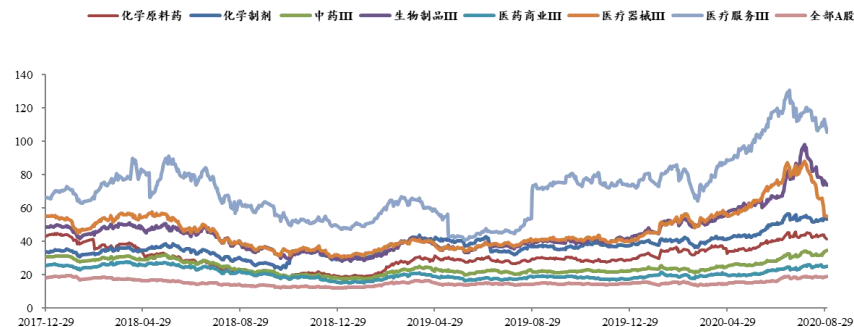


申万医药子行业相对A股的溢价率

化学原料药 化学制剂 中药III 生物制品III  
医药商业III 医疗器械III 医疗服务III



申万医药各子行业市盈率历史变化趋势

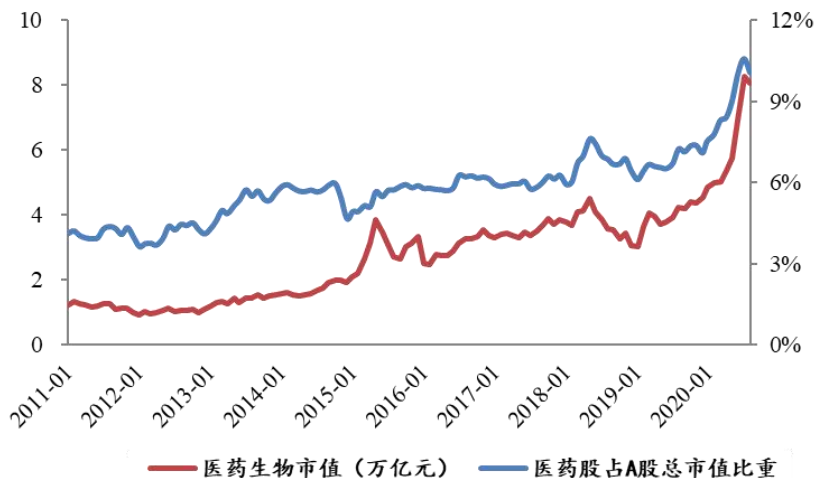


- 横向看：医疗服务（106倍）、生物制品（74倍）和医疗器械（55倍）的市盈率最高，原料药（42倍）、中药（35倍）和医药商业（25倍）的市盈率最低。
- 纵向看：2020年8月份医药板块调整趋势明显，各板块的市盈率及相对全部A股的溢价率也有明显回落。

## 1.4 医药行业占A股市值比重和公募基金持仓比重提升

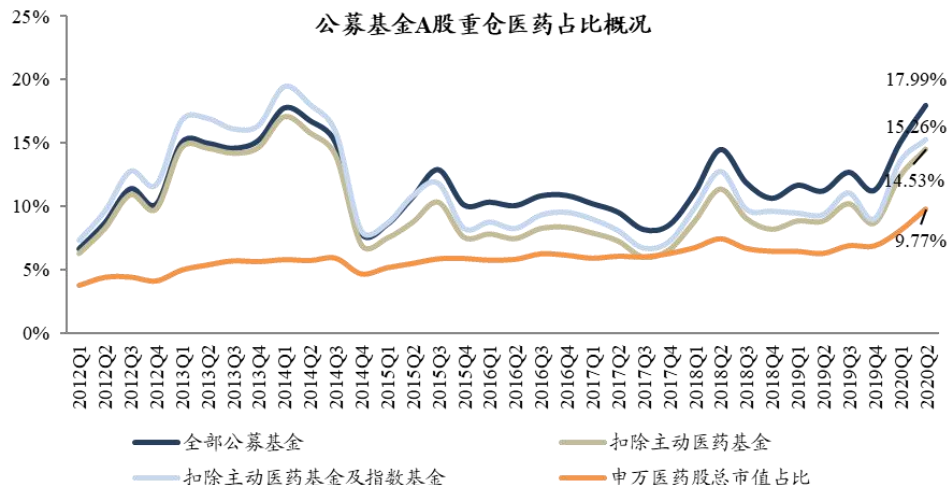
- 医药行业刚需属性强，持续创新推动新股上市及市值增长，截止2020年8月31日，医药行业持仓总市值约8.1万亿，占全部A股的市值从2011年的4%提升至10%；
- 2020年二季度公募基金重仓医药行业的比例为18%，如果扣除主动医药基金及指数基金，重仓比例为15.3%，环比显著提升，但仍低于2014峰值持仓比例20%。

医药股占A股总市值比重持续提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公募基金A股重仓医药行业比重提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所



## 1.5 2020H1中国医药行业各细分领域表现

- 2020Q1：收入增长最快的三个细分领域依次为药店、创新药产业链、医疗器械；利润增长最快的三个细分领域依次为药店、创新药产业链、医疗器械。
- 2020Q2：收入增长最快的三个细分领域依次为医疗器械、创新药产业链、药店；利润增长最快的三个细分领域依次为药店、医疗器械、创新药产业链。

2020Q1及2020Q2医药行业各细分领域收入及净利润增速情况

细分行业		2020Q1		2020Q2	
		收入YOY	净利润YOY	收入YOY	净利润YOY
上市公司合计		-2.8%	-3.8%	9.1%	47.1%
化药制剂	↑	-9.5%	-15.3%	-4.0%	4.9%
化药原料药	↑	-4.4%	8.1%	11.1%	30.5%
中药		-7.3%	-18.3%	-6.1%	-14.5%
	其中：品牌中药	-1.8%	17.7%	4.8%	-10.9%
	其中：口服中药	-8.2%	-26.4%	-11.2%	-20.8%
	其中：注射中药	-9.6%	-29.6%	2.2%	1.8%
生物药		-6.1%	-8.6%	15.3%	25.4%
	其中：血制品	-3.6%	0.0%	3.1%	-10.0%
	其中：疫苗	↑ 4.7%	-16.5%	58.1%	60.8%
	其中：其他生物药	-15.2%	-8.1%	-0.9%	18.8%
医疗器械	↑	7.5%	19.8%	77.6%	172.4%
	其中：IVD	3.9%	36.3%	93.9%	222.5%
	其中：耗材	-12.4%	-18.2%	13.1%	14.8%
	其中：其他医疗器械	11.4%	23.0%	81.7%	192.6%
创新药产业链	↑	15.8%	13.5%	33.1%	135.8%
	其中：CMO	11.7%	16.9%	40.5%	58.9%
	其中：CRO	17.0%	12.5%	30.8%	156.7%
医药流通		-7.0%	-10.6%	1.0%	10.7%
药店	↑	23.3%	30.9%	25.1%	40.8%
医疗服务	↑	-21.9%	-74.3%	24.8%	109.9%

## 二、国内外创新药研发进展

# 八月国内新药审批进展（获批上市）

- 2020年8月，国家药品监督管理局药品审评中心（以下称药审中心）共计受理961个受理号，同比增加17.9%，相比去年同期增加39.9%。受理的药品中，化药占比82%，生物制品15%，中药3%，其中体外诊断试剂2个。
- 2020年8月，NMPA共获批12款药物，其中百深生物科技在中国提交的阿加糖酶α注射用浓溶液上市申请获得国家药监局批准上市，该药属于《第二批临床急需境外用药》，适应症为法布雷病。

企业名称	药品名称	注册分类	靶点国内上市	靶点国内临床获批	靶点	适应症
J.URIACH Y COMPANIA, S.A.	富马酸卢帕他定片	5.1	298	252	H1 receptor, PAF receptor	过敏性鼻炎, 慢性荨麻疹
安斯泰来制药(中国)有限公司	他克莫司颗粒	5.1	41	39	CaN, FKBP12	免疫抑制（肾移植排斥等）
萌蒂(中国)制药有限公司	普拉曲沙注射液	5.1	36	20	DHFR	外周T细胞淋巴瘤
赛诺菲（中国）投资有限公司	普乐沙福注射液	5.1	1	5	CXCR4	干细胞动员
拜耳医药保健有限公司	氯化镭223注射液	5.1	NA	NA	NA	去势抵抗前列腺癌, 癌症骨转移, 多发性骨髓瘤。
信达生物制药（苏州）有限公司	信迪利单抗注射液	2.2	6	35	PD-1	广谱抗癌新增适应症
山东博士伦福瑞达制药有限公司	丁苯那嗪片	5.1	4	7	VMAT2	亨廷顿氏病
广州汉光药业股份有限公司	左西孟旦注射液	5.1	79	19	Ca <sup>2+</sup>	心力衰竭, 肌萎缩侧索硬化症, 肺高压
Janssen-Cilag International NV	阿帕他胺片	5.1	11	30	AR	去势抵抗前列腺癌, 激素敏感性前列腺癌
Dompé Farmaceutici S.p.A.	Cenegermin滴眼液	NA	4	19	NGF	神经营养性角膜炎
百深生物科技	阿加糖酶α	NA	NA	NA	NA	法布雷病
吉利德（上海）医药科技有限公司	恩曲他滨替诺福韦片	5.1	NA	NA	NA	HIV感染

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所（截止2020.8.31）

# 八月FDA新药审批进展（获批上市）

- 2020年8月，FDA共获批9款药物，其中3个为新生物制品，6个为新分子实体。此外，FDA还批准1个新活性成分 Pemetrexed：培美曲塞注射液，用于局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌(NSCLC)患者，该患者在经过一线铂类化学疗法的四个周期后仍未进展。批准1个新配方Cystadrops：一种胱氨酸消耗剂，用于治疗成人和儿童的角膜胱氨酸晶体沉积。

药品名称	商品名	公司	类型	批准日期	适应症
<u>belantamab mafodotin</u>	Blenrep	GSK	新生物制品	2020/08/06	单药治疗成人复发或难治性多发性骨髓瘤（MM）患者，这些患者至少已经接受过4种前期疗法，包括抗CD38单抗、蛋白酶体抑制剂和免疫调节剂
硝呋替莫	Lampit	拜耳	新分子实体	2020/08/06	美洲锥虫病
risdiplam	Evrysdi	罗氏	新分子实体	2020/08/07	治疗成人和2岁以上儿童脊髓性肌萎缩（SMA）患者
oliceridine	Olynvik	Trevena	新分子实体	2020/08/07	术后疼痛
viltolarsen	Viltepso	Nippon Shinyaku	新分子实体	2020/08/12	治疗外显子53跳跃突变的杜氏肌营养不良（DMD）患者
satralizumab	Enspryng	罗氏	新生物制品	2020/08/15	治疗AQP4抗体阳性的视神经脊髓炎谱系障碍（NMOSD）成人患者
clascoterone	Winlevi	Cassiopea	新分子实体	2020/08/26	痤疮
somapacitan (NN8640)	Sogroya	诺和诺德	新生物制品	2020/08/28	生长激素缺乏症
普拉替尼	Gavreto	Blueprint Medicines	新分子实体	2020/09/04	治疗RET融合阳性非小细胞肺癌（NSCLC）成人患者

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所（截止2020.8.31）

### 三、全球疫情持续严峻，疫苗研发持续推进

## 市场关心的几个方面：

- 1) 新冠疫苗为全球创新品种，研发周期相比于过往也是大幅压缩，虽然目前已经披露的临床一、二期数据都显示出不错的免疫原性和安全性，但最终可能会出现三期临床保护率远不及预期或出现重大不良反应事件的风险，新冠疫苗研发存在失败可能吗？**我们的观点：只要三期临床试验没有出现不可接受的严重不良反应（如ADE反应等），同时三期试验保护效力超过50%，最终成功获批上市的可能性会相当大。**
- 2) 新冠目前仍在全球肆虐，近段时间每天新增病例都超过20万人，但是假若随着未来各个国家加强疾病防控措施，未来或存在新冠疫情得到控制，疫情在几年内或将消亡，新冠疫苗长期接种需求怎么看？**我们的观点：目前没有证据能表明新冠疫情会马上消失，考虑到新冠病毒与流感病毒相似性，新冠病毒或存在与人类长期共存的可能。**
- 3) 每支疫苗最终利润水平如何？**我们的观点：预计国内大概率将采取成本加成的定价模式，考虑到新冠疫苗的巨大需求量，相关疫苗企业依然有较大利润空间。**

## 未来关键的时间节点：

- 1) 三期临床数据披露；2) 2020-2021年流行季新冠疫情情况；3) 第一批新冠疫苗最终定价落地。

## 重点推荐标的：

- 从两个维度来考虑：临床进度和盈利确定性（成本+产能），重点推荐康泰生物、智飞生物等，建议关注沃森生物。

**风险提示：**研发失败的风险；定价不及预期的风险；接种量不及预期的风险。

## 疫苗上市可能性的判断：

- 新冠疫苗研发进展最快的是进入到临床三期，但是三期临床数据目前尚未发表，暂不能通过其一、二期临床数据好（主要是免疫原性数据）得到其三期临床保护率数据一定好的结论，同时新冠疫苗的保护周期也需要较长时间的临床观察期（CDE要求保护周期至少6个月，可通过上市后积累数据）。
- 总体来看，部分产品的临床一、二期临床数据已经显示出较为积极的趋势，同时考虑到目前疫情防控的紧迫性，以及俄罗斯已经有新冠疫苗获批上市，以及美国计划在11月份举行大选，综合各方面述求，我们认为只要三期临床试验没有出现不可接受的严重不良反应（如ADE反应等），同时三期试验保护效力超过50%，最终成功获批上市的可能性会相当大，**即我们认为国内外大概率都会有新冠疫苗获批上市。**

## 各技术路径成功的预判：

- 国外研发进展最快的是阿斯利康/牛津大学的腺病毒载体疫苗、辉瑞/BioNtech的mRNA疫苗以及Moderna的mRNA疫苗；国内方面，研发进展最快的科兴生物、武汉所和北京所三家单位的灭活疫苗，智飞生物的重组蛋白新冠疫苗已经进入到二期临床阶段，沃森生物/艾博生物的mRNA疫苗目前处于临床一期阶段。
- 从临床数据来看，海外已经披露一、二期临床数据的三款新冠疫苗均展现出较好的免疫原性和安全性；国内方面，康希诺腺病毒载体疫苗除了预存免疫问题外其他临床数据均较好，国药集团灭活疫苗也展现出相对较好的免疫原性，从目前已有的临床数据来看，有理由相信这些品种获批上市的可能性较大。

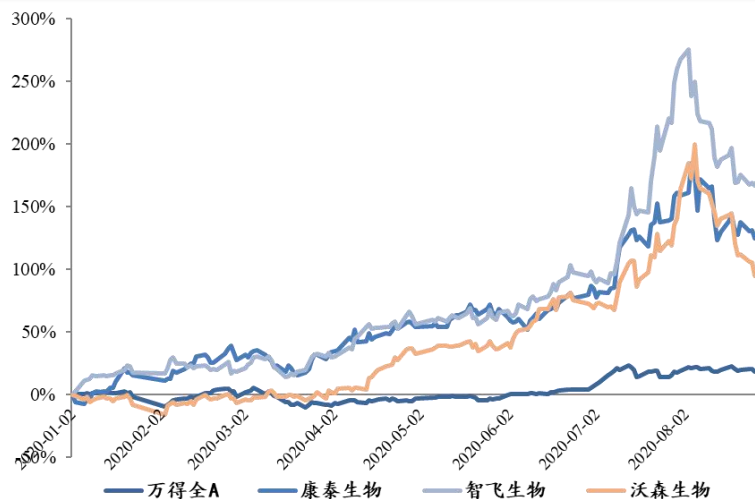
## 中长期新冠疫苗市场格局判断：

- 在市场需求持续存在的前提下，“**临床效果+定价+产能弹性**”将成为新冠疫苗未来市场格局的重要参考指标，最先上市的产品不一定会是后面一直用的产品。

# 今年以来新冠疫苗相关公司股价走势情况

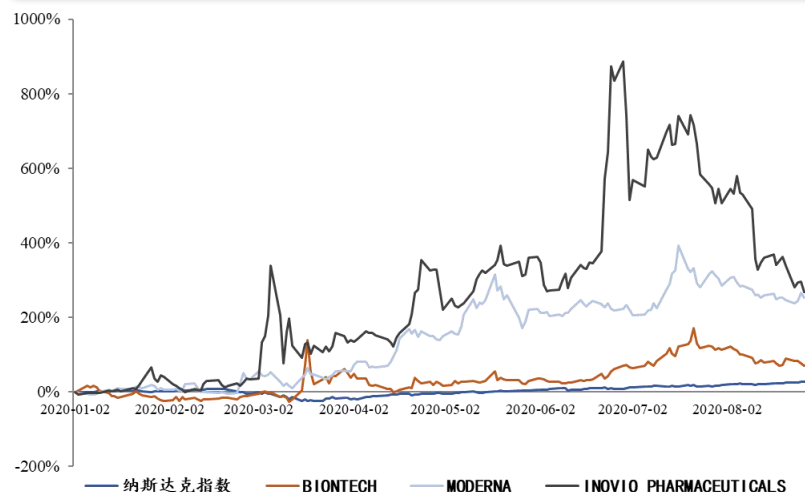
- 海外新冠疫苗研发进度最快的公司包括Moderna和bioNtech，今年以来（截止2020.8.29，下同），两家公司股价涨幅分别达到**254%**和**70%**，美股市值分别达到266亿美元和152亿美元。
- 国内方面，康泰生物、智飞生物、沃森生物和康希诺（港股）股价涨幅分别为**128%**、**170%**、**99%**和**190%**，市值分别达到1388亿元、2289亿元、995亿元和568亿港币。

## 2020年以来A股新冠疫苗公司股价涨幅情况

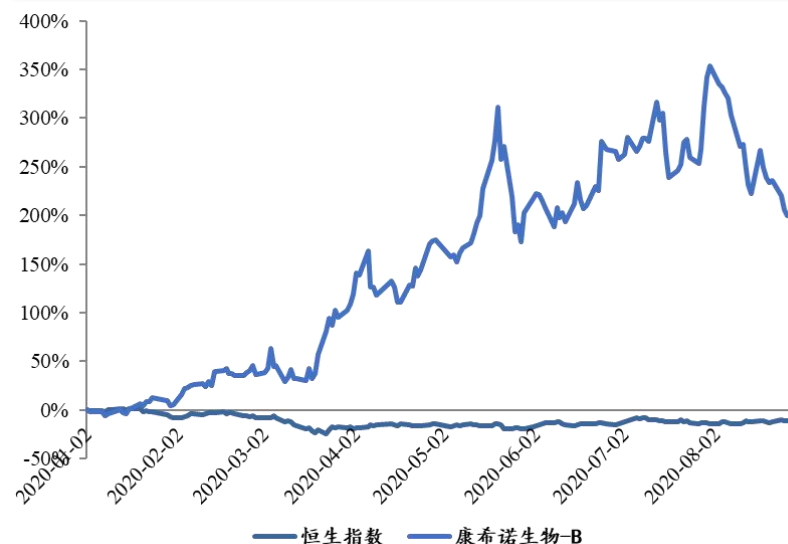


数据来源：Wind，东吴证券研究所（截止2020.8.29）

## 2020年以来美股新冠疫苗公司股价涨幅情况



## 2020年以来港股康希诺股价涨幅情况





# 新冠疫苗研发时间轴一览

公司	3月	4月				5月				6月				7月				8月				9月	10月	11月	12月		
		W1	W2	W3	W4	W1	W2	W3	W4	W1	W2	W3	W4	W1	W2	W3	W4	W1	W2	W3	W4						
武汉所												I / II 期 临床揭 盲							I / II 期 临床数 据发 paper					申报上市			
北京所												I / II 期 临床揭 盲												申报上市			
科兴生 物											I / II 期 临床揭 盲								I / II 期 临床数 据发 paper					申报上市			
康希诺											II期临 床试验 揭盲					I / II 期 临床数 据发 paper							进入三 期				
智飞生 物																							完成二期临床	进入三期临床			
沃森生 物																							进入二 期临床				
阿斯利 康/牛津 大学																I / II 期 临床数 据发 paper								申报FDA上市			
bioNte ch/辉 瑞/复星																I / II 期 临床数 据发 paper			III期试 验结果 公布 ( BNT16 2)					申报FDA上市			
moder na								I期临床 试验中 期结果 公布								I期临床 试验中 期数据 发 paper								申报FDA上市			

临床1期

临床1/2期

临床3期

东吴证券医药团队预测时间，仅供参考

数据来源：公司公告，WHO，东吴证券研究所

- 按照临床研发进度来看，中生集团武汉所、北京所和昆明所的产能合计超过2.5亿剂，预计科兴生物产能超过3亿剂，智飞生物产能我们预计可达3亿剂，康希诺设计产能为2亿剂，康泰生物和阿斯利康合作的腺病毒载体疫苗产能2020年底拥有至少1亿剂产能，2021年底至少2亿剂产能，沃森生物的mRNA疫苗由于其本身的技术优势，在产能扩充方面具有优势。
- 国内新冠疫苗产能已经形成相当规模，若中性假设2020年国内只有中生集团的灭活疫苗可获批上市，则2020年有望上市2.2亿剂新冠疫苗，2021年国内有望实现超过10亿剂产能，**可基本满足国内需求。**

## 国内外部分公司的新冠疫苗产能情况

公司		技术路线	临床进度	设计产能
中生集团	北京所	灭活	三期	1-1.2亿剂
	武汉所	灭活	三期	1亿剂
科兴生物		灭活	三期	预计3亿剂
中国医学科学院		灭活	二期	4000万剂
智飞生物		重组蛋白	二期	预计3亿剂
康希诺		腺病毒载体	二期	预计2亿剂
沃森生物		mRNA	一期	mRNA技术路线产能弹性大
康泰生物		灭活	临床前	预计1-2亿剂
		腺病毒载体（阿斯利康）	国内临床前（授权产品）	2020年底至少1亿剂，2021年底至少2亿剂
强生		腺病毒载体	二期	2021年底提供10亿剂
BioNtech/辉瑞		mRNA	三期	2021年提供超过13亿剂
Moderna		mRNA	三期	2021年底提供10亿剂
Novavax		重组蛋白	二期	计划2020年底提供1亿剂，2021年生产10亿剂
牛津大学/阿斯利康		腺病毒载体	三期	2021年生产20亿剂

数据来源：公司公告，公司官网，WHO，东吴证券研究所

- 关于定价，国外目前价格最低的是阿斯利康的新冠疫苗，公司CEO表示要以成本价提供新冠疫苗，阿斯利康在墨西哥和阿根廷生产的新冠疫苗价格预计在3-4美元之间（但阿斯利康于2020年5月份获得美国12亿美元研发资金资助）。其它价格较高的产品，如Moderna计划定价25-30美元/支，BioNtech出售给美国政府的价格是19.5美元/支。在政府或他机构资助方面，很多企业也已经获得大额补助，提前锁定利润。
- 国内方面，此前卫健委官员表示，新冠疫苗属于公共卫生产品，将以成本加成定价，企业可获得合理的利润，我们认为在新冠疫苗巨大接种需求下，国内新冠疫苗研发企业依然存在较大利润空间。

国外部分公司新冠疫苗补助或订单情况

企业	金额	具体情况	协议
Moderna	9.55亿美元	美国生物医学高级研究与开发局（BARDA）资助9.55亿美元	--
辉瑞/BioNtech	19.5亿美元	美国政府以19.5亿美元的价格下达1亿剂初始订单，并且可以再购买多达5亿剂	与英国达成3000万剂的协议，与美国政府达成高达6亿剂的协议
阿斯利康/牛津大学	19.5亿美元	12亿美元资助(BARDA)+7.5亿美元订单(CEPI+GAVI)	与美国BARDA、Gavi与CEPI、印度IIS、欧洲IVA、巴西、日本、阿根廷、墨西哥签署AZD1222采购协议
强生	10亿美元	BARDA与美国国防部合作，共同投入超10亿美元	强生与美国政府达成10亿美元新冠疫苗供应协议，将在美国国内大规模生产和使用1亿剂新冠疫苗
赛诺菲/GSK	21亿美元	美国政府投资21亿美元，超过一半的资金将用于进行临床试验，其余的将用于扩大生产规模	向美国交付1亿剂疫苗，美国政府还有权获得5亿剂的长期供应
Novavax	19.84亿美元	CEPI资助3.84亿美元，美国政府投资16亿美元	美国政府将拥有预期产生1亿剂的新冠疫苗
inovio	8290万美元	梅琳达·盖茨基金会补助500万美元，CEPI补助690万美元，美国国防部资助7100万美元开发疫苗接种装置	--
印度血清研究所	1.5亿美元	梅琳达·盖茨基金会资助	印度血清研究所将生产牛津大学和 Novavax 研发并授权的两种候选新冠疫苗，1.5亿美元将为印度血清研究所提供前期资本，帮助该机构提高新冠疫苗生产能力
沃森生物	100万美元	梅琳达·盖茨基金会资助	--
三叶草生物	6950万美元	CEPI	--
CureVac	830万美元	CEPI	--
昆士兰大学	1060万美元	CEPI	--

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

- 2009年4月，甲流疫情在美国爆发，后蔓延到214个国家和地区，导致近130万人感染。国内方面，2009年5月，四川确诊第一例甲型H1N1病例，随后在国内大规模流行。
- 在甲流疫苗研发方面，科兴生物和华兰生物的甲流疫苗分别于2009年8月底和9月初获批上市，根据华兰生物2010年报，2010和2009年甲流疫苗毛利率分别为87.7%和86.1%。2010年公司确认1500余万剂甲流疫苗收入，2009年公司甲流疫苗获得批签发2974万支（假设政府全部采购）。根据公司公告，我们估算得到2009年公司甲流疫苗净利率在84%左右，2010年净利率约为80%。

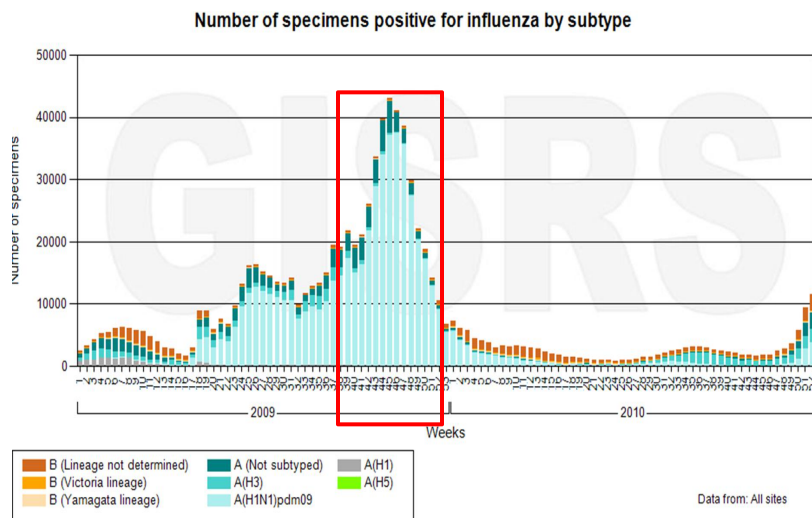
## 2009-2010年华兰生物甲流疫苗盈利情况

疫苗业务	2010	2009	2008
营业收入（亿元）	5.12	7.14	0.73
净利润（亿元，疫苗子公司）	3.31	5.83	0.31
整体疫苗业务净利率	64.66%	81.69%	41.96%
<b>甲流疫苗</b>			
甲流疫苗销量（万支）	1500	2974	
甲流疫苗收入（亿元）	3.09	6.41	
平均单价（元）	20.6	21.5	
<b>甲流疫苗毛利率</b>	<b>87.75%</b>	<b>86.09%</b>	
甲流疫苗净利润（亿元）	2.46	5.40	
<b>甲流疫苗净利率</b>	<b>79.59%</b>	<b>84.27%</b>	
其他疫苗收入	2.03	1.03	
其他疫苗净利润（假设净利润不变）	0.85	0.43	

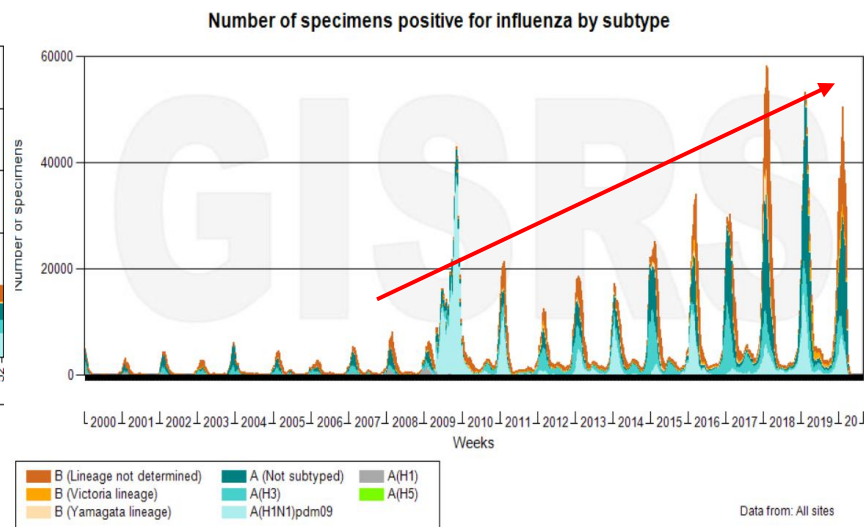
数据来源：公司年报，中检院，东吴证券研究所

- 国内外已有多位专家表示，2020-2021年流行季流感病毒和新冠病毒可能将同时爆发，新冠疫情会不会和季节性流感、某种新型流感等呼吸道传染病伴随出现、交互影响，从而增加疫情的复杂性这些都不能确定。
- 以2009年甲流疫情为例，其正是在2009Q3-Q4流行季期间出现明显爆发。此外，全球流感近年来呈现逐步上升的趋势，在2017-2018年流行季达到高峰，近几个流行季流感也处于高峰期，对2020-2021年流行季期间对新冠疫情的防控也带来了更大的压力。
- **对此我们的观点：**10月之后，流感季来临，假如流感病毒与新冠病毒同时流行，两者初期症状较为类似，我们认为会导致新冠疫苗接种需求很大。

## 2009-2010年全球流感流行情况



## 2000-2020年全球流感流行情况



数据来源：WHO，东吴证券研究所

数据来源：WHO，东吴证券研究所

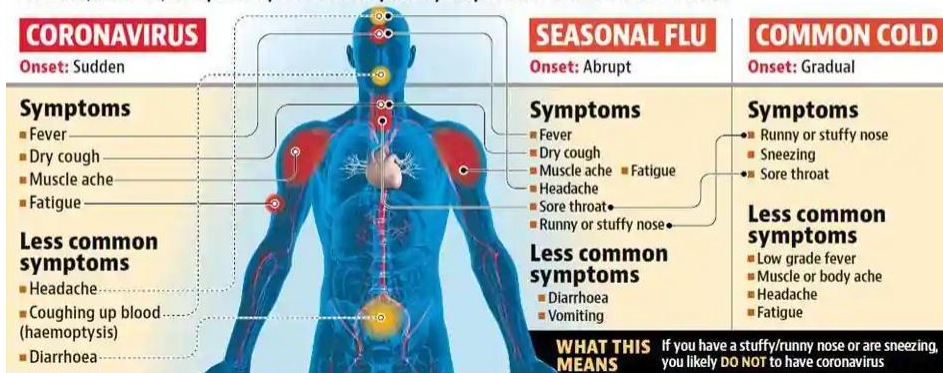


- **相似性方面**：1) 都是单链RNA病毒；2) 均可攻击人类的呼吸系统；3) 均可通过空气和接触传播；4) 两者均可引起轻度至重度疾病，且症状较为相似，包括发烧、疲倦、咳嗽和肺炎；5) 变异能力较强。
- **差异性方面**：1) 新冠病毒是单股正链RNA，流感病毒是单股负链RNA；2) 新冠传播速度慢于流感，但中位潜伏期更长；3) 流感传播主要发生在出现症状后3-5天内，新冠可在症状出现前24至48小时传播；4) 新冠传染力强于流感；5) 新冠严重和极严重感染比例高于流感；6) 流感对儿童高度易感，新冠对老年人高度易感；7) 新冠肺炎死亡率远高于流感，但低于SARS。
- **关于新冠病毒长期存在的可能性**，国内外已有包括WHO在内多个科研机构、专家给出解答，新冠传染力强于流感，但死亡率低于SARS，同时也具有很强的变异性，再考虑到近期香港等地区出现康复者二次感染新冠病毒的案例，未来新冠病毒或将像流感病毒一样与人类长期共存，若是如此，新冠疫苗将是一个具有长期需求的产品。

## 冠状病毒和流感病毒症状情况

### CORONAVIRUS, FLU, COLD?

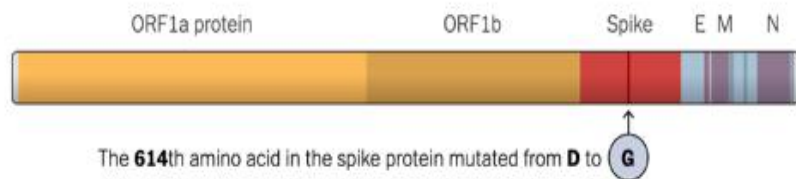
As the number of coronavirus cases rise, some key differences set coronavirus apart from the seasonal flu and the common cold — mainly the intensity of the symptoms and the recovery period. A guide at identifying the differences in the three conditions  
All three, however, are spread by air-borne respiratory droplets and contaminated surfaces



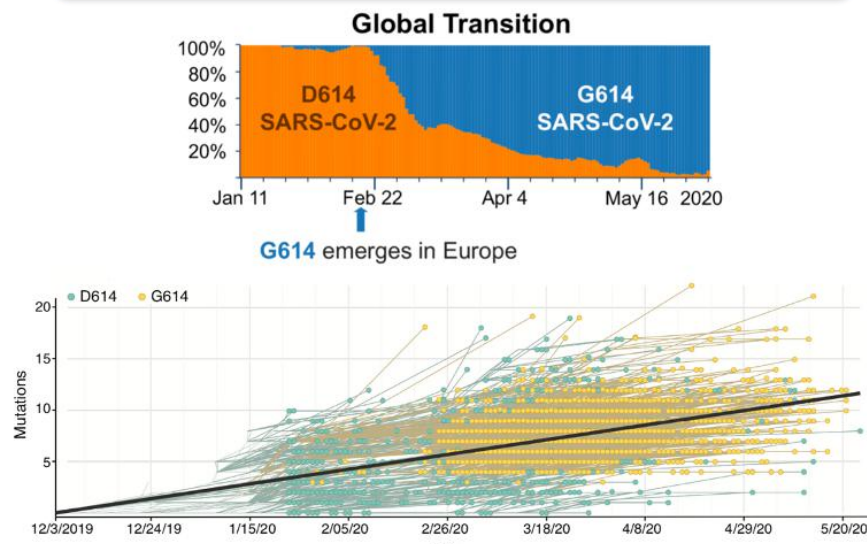
数据来源：WHO，东吴证券研究所

- 关于新冠病毒的D614G突变目前引起了较为广泛的关注，其具体是指位于S蛋白的第614氨基酸位点 D（天冬氨酸）到 G（甘氨酸）的突变。根据发表在Cell上的文章显示，D614G突变目前已成为世界范围内传播的主要新冠病毒基因型。
- 由于D614G突变不在S蛋白的受体结合区域（RBD）区域内，目前来看不影响表达RBD区域的疫苗诱导人体免疫反应的能力，但考虑到新冠病毒属于RNA病毒，具有较强的变异性，理论上未来不排除会产生影响到RBD的变异毒株，从而对目前正在研发的新冠疫苗产生影响。

## 新冠病毒D614G突变位点示意图



## D614突变病毒全球流行变化情况



数据来源：Cell，bioRxiv，东吴证券研究所

# 全球进入临床阶段的新冠疫苗（截止2020.8.25）-WHO统计

研究机构	技术平台	具体技术路线	剂数	接种程序	临床阶段				相同技术路线
					Phase1	Phase1/2	Phase2	Phase3	
科兴生物	灭活疫苗	灭活+明矾佐剂	2	0,14days		NCT04383574 NCT04352608		NCT04456595	SARS
牛津大学/阿斯利康	非复制病毒载体	ChAdOx1-S腺病毒载体	1			PACTR202006922165132 2020-001072-15	2020-001228-32	ISRCTN89951424	MERS,流感,TB,奇昆古尼亚病毒,寨卡,乙脑,鼠疫
武汉研究所/国药集团	灭活疫苗	灭活	2	0,14or21days		ChiCTR2000031809		ChiCTR2000034780	
北京研究所/国药集团	灭活疫苗	灭活	2	0,14or21days		ChiCTR2000032459		ChiCTR2000034780	
Moderna/NIAID	RNA	LNP-encapsulatedmRNA	2	0,28days	NCT04283461		NCT04405076	NCT04470427	多种
BioNTech/复星医药/辉瑞	RNA	3LNP-mRNAs	2	0,28days		Phase1/2: 2020-001038-36		NCT04368728	
康希诺生物/军科院	非复制病毒载体	AdenovirusType5V ector腺病毒载体	1		ChiCTR2000030906		ChiCTR2000031781		埃博拉
智飞生物/中国科学院微生物研究所	重组蛋白	佐剂+重组蛋白	2or3	0,28 or 0,28,56days	NCT04445194		NCT04466085		MERS
Curevac	RNA	mRNA	2	0,28days	NCT04449276		NCT04515147		RABV,LASV,YFV;MERS,InfA,ZIKV,DENV,NIPV
中国医学科学院	灭活疫苗	灭活	2	0,28days	NCT04412538	NCT04470609			
Inovio/International Vaccine Institute	DNA	NA质粒（电穿孔）	2	0,28days		NCT04447781 NCT04336410			多种
OsakaUniversity/AnGes/Takara Bio	DNA	DNA质粒疫苗+佐剂	2	0, 14days		NCT04463472			
Cadila Healthcare	DNA	DNA质粒疫苗	3	0, 28, 56days		CTRI/2020/07/026352			
GenexineConsortium	DNA	DNAVaccine(GX-19)	2	0,28days		NCT04445389			
BharatBiotech	灭活疫苗	全病毒灭活	2	0, 14days		NCT04471519			
Janssen Pharmaceutical Companies	非复制病毒载体	Ad26COVS1	2	0,56days		NCT04436276			
Novavax	重组蛋白	佐剂+重组蛋白	2	0, 21days		NCT04368988			呼吸道合胞病毒; CCHF,HPV
Kentucky Bioprocessing, Inc	重组蛋白	RBD-based	2	0, 21days		NCT04473690			
Arcturus/Duke-NUS	RNA	mRNA				NCT04480957			
GamaleyaResearchInstitute	非复制病毒载体	腺病毒载体	1		NCT04436471 NCT04437875				
三叶草生物/GSK/Dynavax	重组蛋白	重组蛋白亚基（蛋白质三聚体化平台）	2	0, 21days	NCT04405908				HIV,REVInfluenza
Vaxine PtyLtd/Medytox	重组蛋白	Advax™佐剂重组蛋白	1		NCT04453852				
University of Queensland/CSL/Seqirus	重组蛋白	MF59佐剂重组蛋白	2	0,28days	ACTRN12620000674932p				Nipah,流感,埃博拉,Lassa
ImperialCollegeLondon	RNA	LNP-nCoVsaRNA	2		ISRCTN17072692				埃博拉;LASV,MARV,Inf(H7N9),RABV
军科院/沃森生物/艾博生物	RNA	mRNA	2	0,14or0,28days	ChiCTR2000034112				
MedicagoInc.	VLP病毒颗粒	VLP	2	0, 21days	NCT04450004				流感,Rotavirus,Norovirus,WestNilevirus,Cancer
Medigen Vaccine Biologics Corporation/NIAID/Dynavax	重组蛋白	S-2P protein + CpG 1018	2	0,28days	NCT04487210				



- 从目前进入三期临床的试验方案来看，大多采用2剂接种程序。考虑到此前CDE发布新冠疫苗研发指导原则，明确疫苗的保护持久性可通过上市后持续的人体试验或动物研究积累数据，同时考虑到新冠疫苗的紧迫性，我们预计2020年底前国内外将有新冠疫苗获批上市（暂不考虑俄罗斯的新冠疫苗）。

## 进入临床阶段的部分新冠疫苗临床试验情况

临床注册号	机构	技术路线	临床阶段	入组人数	入组年龄	首次披露时间	地点	主要终点指标	对照品	接种程序	预计时间	
											主要指标完成时间	研究完成时间
NCT04456595	科兴生物	灭活	3期	8870	18岁以上	2020/7/2	巴西	1.两次接种免疫程序后COVID-19发病率（1年）；2.每次免疫后7天内的不良事件发生率；	安慰剂	2剂	2021/09	2021/10
NCT04400838	牛津大学/阿斯利康	腺病毒载体	3期	20000	5-12岁，18岁以上	2020/5/26	英国、巴西、南非	COVID-19病例数（6个月）	4价流感结合	部分年龄组选择2剂，其他1剂	2021/08	2021/08
ChiCTR2000034780	武汉研究所/北京研究所/中科院	灭活	3期	15000	18岁以上	2020/7/18	阿联酋	评价接种2剂新型冠状病毒灭活疫苗14天后预防新型冠状病毒肺炎重症病例和死亡病例的保护效力	安慰剂	2剂	NA	NA
NCT04470427	Moderna/NIAID	mRNA	3期	30000	18岁以上	2020/7/31	美国	1.第二次给药后首次发生 COVID-19 的受试者数量（第2剂后2年） 2.发生导致退出的不良事件（AE）或医学上关注的 AE（MAAE）的受试者数量（第2剂后2年） 3.发生局部和全身不良反应（AR）的受试者数量（第2剂后7天） 4.主动性不良反应数量（第2剂后28天）	安慰剂	第1、29天各接种1剂（100ug）	2022/10/27	2022/10/27
NCT04368728	BioNtech/辉瑞	mRNA	3期	32000	18-85岁	2020/7/31	英国、巴西、南非	COVID-19病例数（2年）	安慰剂	1剂/2剂（两种接种方案）	2021/6/28	2023/1/23
ChiCTR2000031781	康希诺/中科院	腺病毒载体	2期	500	18岁以上		中国	安全性和免疫原性	安慰剂	1剂		
NCT04466085	智飞生物/微生物所	重组蛋白	2期	900	18-59岁	2020/7/10	中国	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂/3剂（两种接种方案）		
NCT04470609	昆明所	灭活	1/2期	471	60岁以上	2020/7/14	中国	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		
NCT04447781	Inovio	DNA	1/2期	160	19-64岁	2020/6/25	美国	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		
NCT04463472	Osaka University/AnGes/ Takara Bio	DNA	1/2期	30	20-65岁	2020/7/9	日本	安全性和免疫原性		2剂		
CTRI / 2020/07/026352	Cadila Healthcare Limited	DNA	1/2期	1048	18-55岁	2020/7/13	印度	安全性和免疫原性	安慰剂	3剂		
NCT04445389	Genexine	DNA	1/2期	210	18-50岁	2020/6/24	韩国	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		
NCT04471519	Bharat Biotech	灭活	1/2期	1125	12-65岁	2020/7/15	印度	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		
NCT04436276	强生	非复制型病毒载体	1/2期	1045	18-55岁	2020/6/18	美国	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		
NCT04480957	Arcturus/Duke-NUS	mRNA	1/2期	85	21-80岁	2020/7/22	新加坡	安全性和免疫原性	安慰剂	1剂		
NCT04368988	Novavax	重组蛋白	1/2期	131	18-59岁	2020/4/30	澳大利亚	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		
NCT04473690	Kentucky Bioprocessing, Inc	重组蛋白	1/2期	180	18-70岁	2020/7/16		安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		

数据来源：clinicaltrials, 东吴证券研究所

## 四、2020年9月医药行业投资策略及标的

## 投资逻辑

- **医药龙头成功转型创新驱动，丰富研发管线成强者恒强催化剂。**恒瑞医药作为国内龙头公司，已实现由仿制向创新过渡，公司创新药板块已经步入收获期。公司在创新药研发方面投入持续加码，在2017、2018和2019年分别投入研发费用17.59亿、26.7亿和38.96亿元，三年复合增长率为48.8%。经过30年不断变革，已在抗肿瘤、手术用药、造影剂、麻醉等领域实现销售额在同类型产品中占有较大市场份额。后续丰富的在研管线将为公司未来发展持续注入动力。公司成功转型为国内“创新龙头”，发展为Big Pharma，我们坚定看好公司长期发展与强者恒强趋势。
- **加快海外License in/out速度，“研发+引入”双轮驱动满足临床未被满足需求。**在全球一体化驱使下，公司通过加快License的开发模式，不断完善管线布局，提高研发效率。2019年，公司通过引入产品在干眼症、抗真菌等领域的布局。今年公司已与司太立合作，引入两个4类产品，分别为碘帕醇注射液和碘海醇注射液。从2013年首次引入，到2020年7月，共合作引入12个品种，其中7个为境外授权引进或合作，合计获得6.83亿美元首付款和里程碑款，外加销售提成。
- **全球疫情不断升级，恒瑞正式入局抗病毒领域，争夺百亿美元市场。**2020年7月6日，公司宣布成立瑞利迪公司成立，负责抗病毒疗法的研发、生产、销售及相关进出口业务，恒瑞医药正式进军抗病毒药物市场。我们认为未来几年，抗病毒领域新型疗法的研发将成为重点，新冠疫情下，抗病毒药物受到热捧，市场需求将急剧增加。恒瑞作为大市值和资金雄厚的创新企业，在抗病毒药物研发投入中具有一定的抗风险能力。
- **恒瑞优先进军“新零售”市场，各大药企纷纷跟进。**仿制药一致性评价为国内仿制药保质打了一针强心剂，“4+7”带量采购高达“52%”的平均降幅，为传统仿制药企实施双重压力。恒瑞医药虽实现由仿到创的历史变革，仍有相当数量的仿制药面临政策压力。恒瑞优先将战场重新转移至院外以及OTC渠道，应对带量采购下处方外流趋势，布局“新零售”市场，为未来仿制药与创新药销售打造新的零售战场。

## 盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为65.79亿元/84.59亿元/110.55亿元，当前市值对应PE为74倍/57倍/44倍，“买入”评级。

## 风险提示

- 公司药品招标低于预期；药品审评审批进度低于预期；研发管线进度低于预期；制剂出口低于预期

## 投资逻辑

- **公司是国内规模最大、平台技术最为领先、客户最为优质、人力资源最为丰富的CRO和CMO/CDMO领域龙头企业，在行业高景气下充分受益。**公司的两大主营业务(药物发现和CDMO)收入和利润规模均为国内第一，在全球也处于领先地位。平台技术方面，公司提供一站式服务解决方案，真正实现了“赋能创新”的宗旨，满足了广大客户的需求；客户方面，全球前20大药企均为公司稳定客户，而广大的长尾客户是公司业务的重要增量；人力资源方面，公司的实际控制人李革博士是行业领军人物，公司的管理团队业务水平突出，公司人均产出在业内处于领先水平。总之，公司竞争优势显著，在CRO、CMO/CDMO高景气下充分受益。
- **Q2业绩环比增速大幅提高，主营业务总体增长态势良好。**2020年上半年实现经调整Non-IFRS归母净利润为15.2亿元，同比增长28.85%，其中Q2为9.4亿元，同比增速为43.08%，增速大幅提高。中国区实验室和CDMO两大业务在二季度全面恢复正常，海外订单增长迅速，产能利用和经营情况良好，是业绩增长最为强劲的两个基本盘。公司临床CRO和SMO从二季度开始也恢复，较一季度环比改善显著。美国区实验室由于美国疫情加剧，受到较大负面影响，静待疫情结束后业务恢复。总体而言，公司在全球疫情背景下主营业务总体增长良好。
- 公司从CRO（临床前为主）、CDMO出发不断拓展新业务到临床CRO、DDSU、投资参股多家biotech公司，业务生态不断丰富，业绩不断兑现，彰显全球龙头实力，市值前景巨大。

## 盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为28.3/36.21/44.97亿，当前市值对应PE为84/66/53倍，“买入”评级。

## 风险提示

- 疫情影响超预期；业务拓展不及预期；汇率波动。

## 投资逻辑

- 自产和代理品种市场空间巨大。1) 三联苗和结核防治产品线均为10亿利润量级重磅产品。结核预防产品线：为全球首创，结核病防治市场空间巨大，微卡疫苗+EC有望成为重磅品种，预计2025年净利润达到15亿元。AC-Hib三联苗：预计2025年净利润达到10亿元；2) 短期内HPV和五价轮状疫苗等代理品种将驱动公司业绩爆发。公司销售能力为国内疫苗企业中最强，覆盖接种点网络最广，国内HPV疫苗渗透率目前依然较低，国产HPV上市短期内对公司影响较小，预计未来3年代理HPV仍供不应求，预计2021年峰值净利润36亿元；五价轮状疫苗：目前正快速放量，预计2023年利润峰值5亿元。
- 研发管线进度不断推进，2020年将迎来众多催化剂。公司管线中有多个重磅产品：1) 新冠疫苗进入二期临床阶段，国内上市公司中进度仅次于康希诺；2) 15价肺炎疫苗：一期临床已完成，预计2020年启动三期临床入组，该产品目前为国内最高价，预计为10亿净利润量级产品；3) 人二倍体狂犬疫苗：预计2020年完成三期临床，有望在2020年底前后报产，利润峰值有望超过5亿元；4) 四价流感疫苗：目前处于临床三期阶段，预计2020年有望报产；5) 四价流脑结合疫苗：二期临床完成，预计2020年完成三期临床；6) 四价诺如病毒疫苗：临床准备中，全球独家产品；7) 组分百白破：临床准备中；
- 长期看好公司发展趋势。公司为国内研发能力与销售能力兼备的疫苗龙头之一，目前正处于代理产品在国内爆发增长以及重磅自研产品即将进入兑现期的关键时间节点，同时在目前疫苗行业集中度提升趋势已基本确定的大背景下，无论是短中期还是长期，坚定看好公司会不断做大做强，成为国内疫苗行业崛起的领军者和最大受益者之一。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预计公司2020-2021年归母净利润分别为33.31/42.81/56.1亿元，当前市值对应PE为64/50/38倍。

## 风险提示

- 研发失败的风险；代理业务或被取消的风险。

## 投资逻辑

- 公司为国内在研疫苗产品最丰富的民营企业，为持续成长性最强疫苗上市公司，通过自研+对外合作，公司已构建目前国内最丰富的疫苗产品梯队，多个重磅产品即将获批上市，公司业绩将迎来快速成长阶段，中长期看好公司发展逻辑，5-8年峰值净利润或到50-60亿元。
- 重磅品种方面：1) 百白破-Hib四联苗：已上市，独家品种，10亿利润量级；同时正向五联苗、六联苗、七联苗进行升级，预计利润峰值15-20亿量级；2) 13价肺炎结合疫苗：目前已纳入优先审评，预计2021年上半年有望获批，考虑到13价肺炎疫苗属于儿童用药，预计该产品利润峰值10-15亿量级；3) 冻干人二倍体狂犬：国内进度第一，预计利润峰值10-15亿量级；4) 麻腮风-水痘：国内潜力第一，目前处于临床前阶段，预计利润峰值10-15亿量级；
- 销售费用率显著降低+新品种上量，公司业绩有望快速增长。公司大力推进销售改革，包括从向医生推广转变为向C端推广等，销售费用率正在明显下降，2019全年销售费用率降低近10个百分点，2020年销售费用率预计有望下降到行业平均水平。同时公司23价肺炎多糖疫苗正式获得批签发开始销售，叠加2021年13价肺炎结合疫苗和人二倍体狂犬获批上市，公司业绩进入拐点爆发期。

## 盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为8.33/13.45/20.9亿元，当前市值对应PE为154/96/62倍，“买入”评级

## 风险提示

- 研发速度或不及预期；四联苗放量不及预期的风险；再次出现行业安全事件影响消费者信心的风险。。



## 投资逻辑

- 生长激素：国内儿童市场空间巨大，拓展成人市场后有望进一步扩大，核心子公司金赛为国内生长激素龙头，优先享受行业成长红利。生长激素儿童市场有五大特点：1) 矮小为统计学概念，潜在患者数量多；2) 生长激素为替代治疗，矮小症最好、最安全治疗手段；3) 类似慢病用药，患者粘性高；4) 院内首诊院外拿药，不受医保控费影响；5) 剂型持续升级，类同消费升级。2019年国内儿童市场规模60亿元左右，考虑目前用药渗透率后市场仍有数倍成长空间，若再考虑成人市场（参考国际市场），未来空间将进一步扩大。
- 自研+引进，在研产品管线有多个重磅产品，中长期成长态势明确。1、重组蛋白：重组促卵泡素，辅助生殖用，预计为10亿量级重磅产品；2、疫苗：a) 鼻喷流感疫苗：已上市，新冠疫情下2020年显著贡献业绩；b) 带状疱疹疫苗：临床三期，国内进度最快，为国家急缺疫苗，重磅产品；c) 投资新型疫苗研发平台，布局肺炎结合疫苗；d) 与俄罗斯FORT相互许可麻腮风和水痘疫苗，可布局麻腮风水痘四联苗；3、单抗及生物类似物：a) 投资冰岛安沃泰克生物类似物研发平台，7个生物类似物在研；b) 与美国Amesino合作共同开发双特异性抗体平台，该领域未来市场空间巨大；c) 与珠海泰诺麦博生物合作开发全人源化抗狂犬病毒单克隆抗体；d) 自研重磅产品金妥昔单抗和金纳单抗，临床稳步推进；4、新型制剂：a) 引进5%利多卡因透皮贴片等；b) 布局口服剂型，生长激素从注射向口服升级；c) 开发长效微球平台，布局下一代长效剂型。

## 盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年业绩为29.26/39.84/51.14亿元，当前市值对应PE分别为56/41/32倍，“买入”评级。

## 风险提示

- 生长激素放量不及预期的风险。

## 投资逻辑

- **自主研发+外延并购，成就全球医疗器械领先企业。**迈瑞医疗作为全球TOP35医疗器械公司，近10年研发投入营收比例超过10%，累计投入达75亿元，公司在多个领域保持了国内领先地位，三大产品线均处于国内龙头地位，其中监护、彩超等产品在全球范围内有较强竞争力，近年来通过持续的研发投入实现了产品高端化突破，2020H1研发投入9亿元，同比增长28%，研发投入力度进一步加大，三大领域的高端产品持续突破，并积极开拓微创外科等新领域，中长期发展基础越发牢固。另一方面，从2008年开始开启了多元化和国际化步伐，目前公司已经成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。
- **生命信息与支持业务高速增长，IVD和医学影像Q2逐步恢复：**上半年新冠疫情带来国内外市场对监护仪、呼吸机和输注泵的需求量大增，从而拉动生命信息与支持业务整体大幅增长，上半年共实现收入53.4亿元，同比增长62.3%；受疫情影响，医院常规门急诊、手术量、体检量大幅下降，造成体外诊断和医学影像产品需求减少，但是疫情同时拉动了新冠抗体试剂、便携超声和移动DR的需求增长，使得体外诊断和医学影像业务整体上半年仍实现了增长，其中体外诊断产品实现收入30.3亿元，同比增长6.5%，医学影像产品实现收入21.1亿元，同比增长6.7%。随着二季度开始国内医院工作正常化，我们预计下半年体外诊断业务和医学影像业务增速将进一步提升。
- **疫情提升公司品牌竞争力，高基数下未来增长可期。**国内市场方面，疫情使得顶级医院对公司产品有了更深的认知，提升了公司品牌认可度，缩短了公司市场推广周期，促使公司产品加快了进口替代的步伐；国际市场方面，公司在此次疫情引发的应急采购中大量拓展了海外高端客户群，迅速提升了公司的品牌影响力，并且将带动生命信息与支持业务和体外诊断业务、医学影像业务协同发展；同时，疫情对发展中国家的经济带来了较大的打击，疫情之后这些市场对性价比属性的需求将更加强烈，公司产品的竞争力将得到进一步体现。我们认为，此次疫情将进一步提升公司在国内外市场的品牌竞争力，为公司后续持续快速增长奠定了坚实基础。

## 盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为61.35亿元/74.21亿元/88.41亿元，当前市值对应PE为64倍/53倍/45倍，“买入”评级。

## 风险提示

- 产品销量或低于预期的风险，汇兑损益超预期的风险等



## 投资逻辑

- 安图生物是国产化学发光头部企业，近五年收入及利润均保持25%以上稳定高增长。公司自试剂代理起家，经历由酶联免疫向化学发光转型的完整产品生命周期，拥有充足的技术实力和市场经验。公司化学发光仪2019年单机产出达36万，为国产厂家最高。试剂方面，公司在传染病及心脏标志物/高血压领域已建立一定优势，覆盖项目较多。安图于2017年率先推出Autolas系列TLA流水线，抢先布局大型终端市场，预计业绩将加速步入收获期。同时公司近年来加速化学发光仪的投放，带动发光试剂加快放量驱动业绩高增。IVD其他领域，公司微生物质谱率先打破国外技术垄断，高端市场逐步进口替代，对POCT和分子诊断的布局也为公司未来业绩提供更多增长点。
- 化学发光重回高增长，新增装机大幅提升和单台产出恢复，我们预判公司21年业绩亮眼：根据我们草根调研，从2020年7月开始，化学发光行业受疫情影响已基本消除，重回高增长。受益于疫情和行业高景气，公司2020年上半年化学发光装机台数约为750台，全年有望达到1500台，相对于19年存量4100台增长了36.6%。由于公司持续加大研发投入带来试剂项目的增多以及20年的低基数，我们预计公司21年单台产出相对20年也会有较大幅度提升。化学发光仪装机量与单台产出的双提升，将为公司未来业绩带来支撑，而公司在生化、微生物、分子诊断领域亦不断加强布局，尤其是高端产品全自动微生物质谱检测系统取得突破，将有效增强公司各业务板块间的协同效应。疫情不改公司核心优势逻辑，未来业绩高增可期
- 国内率先进入流水线业务，壁垒高、成长空间巨大：近年来随着医改的深入推进，医院对于成本控制和规范管理的需求日益增大，流水线产品由于检测效率高、避免人工错误、优化检验流程等优点，成为大型医院青睐的对象，是未来化学发光企业重要布局方向。国内目前流水线存量近2000条，基本为外资巨头罗氏、贝克曼等垄断。公司作为国内首家推出TLA流水线的企业，率先进入高壁垒、高成长领域，进一步强化竞争优势。预计未来流水线装机量的提升将迅速拉动公司试剂放量，带动业绩高增。。

## 盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为8.94亿元/13.11亿元/17.3亿元，对应PE为74倍/50倍/38倍，“买入”评级。

## 风险提示

- 公司磁微粒化学发光放量不及预期；流水线和质谱业务开拓不及预期；疫情对公司影响超预期等。

## 投资逻辑

- **Elliquence产品空间广阔，脊柱微创技术稀缺性突出。**2017年腰间盘突出出院人数高达73万（+13%），以椎间孔镜技术为代表的微创术式，受到医生广泛认可，2018年国内手术量接近10万台，具有4倍以上提升空间。凯利泰长期专注于脊柱微创领域，可助力Elliquence加速打开市场，另外收购Elliquence将进一步加强公司在骨科微创领域的竞争力，助力公司长期稳健增长。
- **疫情影响核心业务H1表现，Q2逐渐恢复：**受新冠疫情影响，终端医院门诊量和手术量大幅减少，医院诊疗服务减少，导致公司核心业务销售受损。上半年PKP/PVP业务实现收入2亿元，同比下降16.2%；Elliquence业务实现收入4613万元，同比下降22.5%；艾迪尔实现收入8279万元，同比下降8.3%。随着二季度国内疫情形势好转，终端医院骨科手术量开始逐步恢复，公司主要产品作为高需求可择期的手术耗材，预计下半年各项业务销售收入将显著回升。
- **股权激励彰显公司信心，加速布局运动医学打开中长期成长空间：**公司年初推出了对董事长的大额期权激励，根据期权激励目标，2023年公司净利润将有望达到近8亿元。本次激励有望充分调动公司管理层积极性，彰显公司对未来4年业绩的信心。报告期内，公司出资6000万元增资利格泰生物科技获得11.2%的股权。利格泰在国内运动医学领域技术领先、产品线丰富，交叉韧带固定系统和前交叉韧带重建系统已获批国内三类注册证，同时还有多个运动医学产品处于注册阶段。2020年上半年凯利泰运动医学收入576万元，随着疫情好转下半年预计收入将大幅提升，参股利格泰将进一步增强公司在运动医学领域的增长潜力，打开公司中长期成长空间。

## 盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为3.31亿元/4.68亿元/6.2亿元，当前市值对应PE为54/38/29倍，“买入”评级。

## 风险提示

- 市场竞争加剧的风险；疫情影响超预期的风险；产品研发不及预期的风险；产品大幅降价的风险。

## 五、风险提示

- 集采降价超预期风险
- 医改政策执行进度低于预期风险
- 行业竞争加剧风险
- 境内外疫情反复风险
- 医疗事故风险

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上；

中性：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>