



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

2020年4月医药行业投资策略

季报窗口期，医疗器械、原料药等正当时

西南证券研究发展中心

2020年4月

分析师：朱国广

执业证号：S1250513110001

电话：021-58351962

邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：刘闯

执业证号：S1250519060002

电话：021-58352031

邮箱：liuch@swsc.com.cn

核心观点

全球疫情加大全球经济一体化不确定性，但国内医药制剂国际化占比低、相反海外对国内原料药依赖程度在强化，医药资产的科技与消费属性再次成为机构投资者配置首选。自3月1日以来，我们强烈推荐特色原料药板块，推荐核心逻辑即国外疫情严重，从而影响了印度、意大利等主要原料药出口；但随着国内复产后开始向海外输出原料药，我们重点提出的戴维斯双击逻辑得到佐证。3月份原料药板块涨幅约20%，仅次于器械30%涨幅。近日总书记习近平指出，中国将加大力度向国际市场供应原料药等产品；3月28日中国化学制药协会发文：强调做好原料药及中间体供应工作的通知，如对抗生素、糖尿病、抗病毒等。我们近期观点：中期看，原料药价格上行将是必然趋势、原料药在国际医疗产业链地位得到提升；另外医疗器械为西南医药团队2020年战略推荐方向，重点推荐迈瑞医疗、凯利泰等取得显著超额收益，现观点仍不变；其它子行业，3月起逐步、部分全面恢复正常，二季度增速将恢复正常。

基于新医药的新政策、新基建、新产能、新销售等逻辑，具体投资策略：

- 创新药及其CDMO等产业链，重点推荐恒瑞医药、药明康德，泰格医药、凯莱英、九洲药业等；
- 特色原料药，重点推荐华海药业、普洛药业；仙琚制药、司太立；美诺华、天宇股份、富祥股份等；
- 医疗设备与治疗性医疗器械，重点推荐迈瑞医疗、理邦仪器、万东医疗；三鑫医疗、凯利泰、乐普医疗等；
- 偏消费领域，重点推荐智飞生物、康泰生物、长春高新等；
- 药店领域，重点推荐大参林、老百姓、益丰药房、一心堂；
- 血制品领域，重点推荐华兰生物、博雅生物、双林生物等。

4月重点推荐稳健组合：迈瑞医疗（300760）、恒瑞医药（600276）、药明康德（603259）、长春高新（000661）、智飞生物（300122）、康泰生物（300601）、健帆生物（300529）、凯利泰（300326）；弹性组合：三鑫医疗（300453）、万东医疗（600055）、理邦仪器（300206）、大参林（603233）。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险。

目 录

1 医药行业回顾表现

2 疫情形式持续严峻，但中长期对行业影响有限

3 国内透析渗透率低，血透耗材领域前景广阔

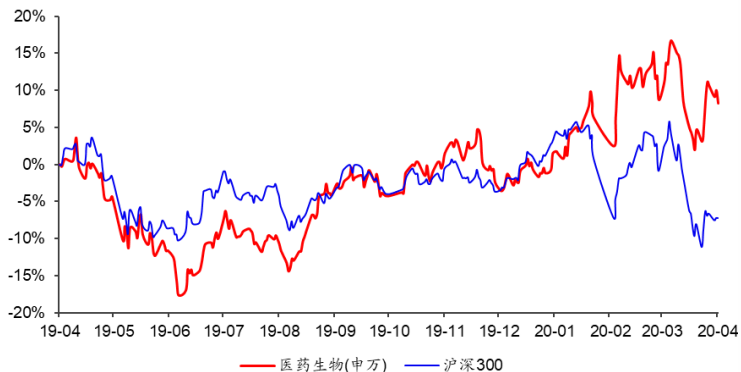
4 创新为王，CDMO行业高景气度

5 2020年4月医药行业投资策略及标的

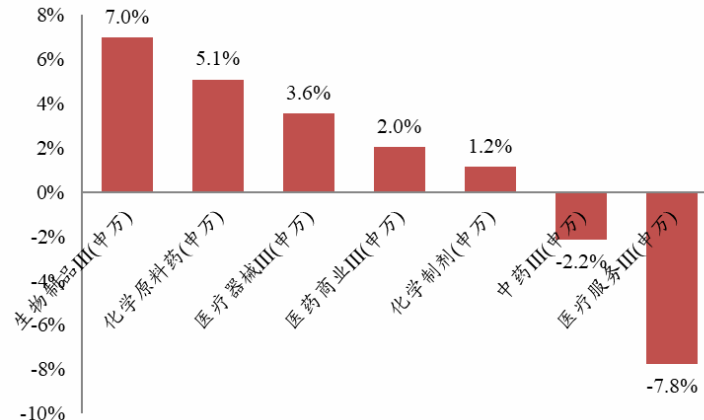
1 医药行业回顾表现

1.1 医药二级市场表现

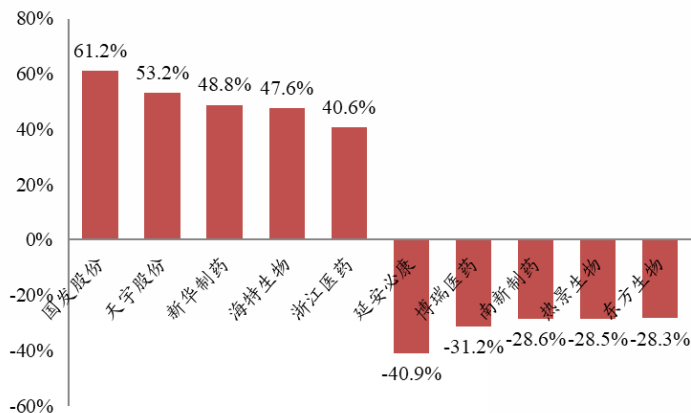
医药指数相对沪深300走势



医药子行业二级市场涨跌幅



医药个股涨跌幅排名



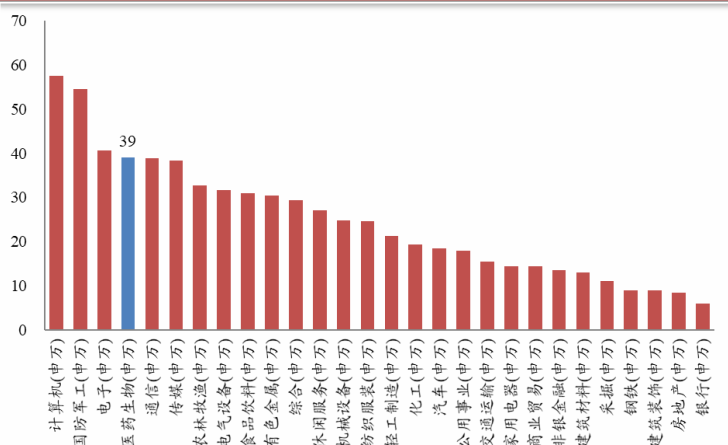
数据来源: Wind, 西南证券整理

- ◆ 2020年3月申万医药指数上涨1.18%，跑赢沪深300指数约7.63个百分点。
- ◆ 按流通市值加权计算，2020年3月医药行业子板块全线上涨，其生物制品涨幅最大（+7.0%），医疗服务涨幅最小（-7.8%）。
- ◆ 2020年3月涨幅最大的公司分别为国发股份（+61.2%）、天宇股份（+53.2%）、精华制药（+48.8%）、海特生物（+47.6%）和浙江医药（+40.6%）。

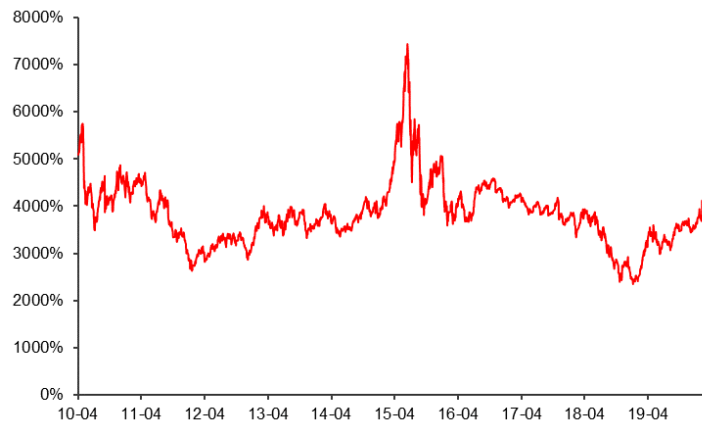
1 医药行业回顾表现

1.2 医药行业市盈率和溢价率回升，仍然具有一定吸引力

申万一级行业市盈率比较（TTM整体法）



申万医药历史市盈率变化趋势（TTM整体法）



申万医药市盈率及与A股溢价率

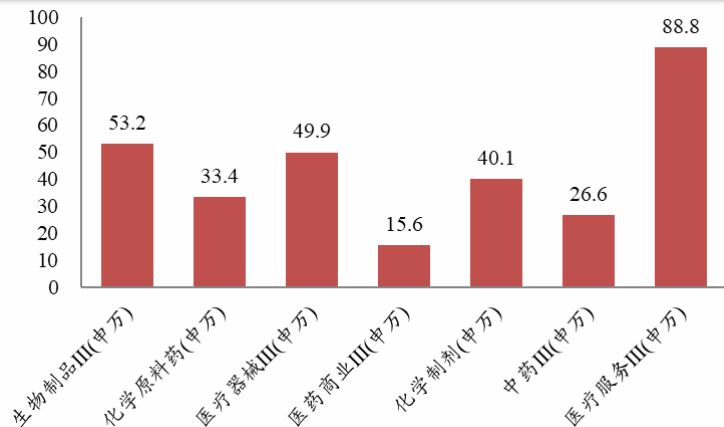


- ◆ 横向看：医药行业PE(TTM)为39倍，在申万一级行业中处于中等偏上水平。
- ◆ 纵向看：2008年以来医药行业PE(TTM)区间为20-72倍，平均值接近40倍，目前为39倍，仍处于历史中下游，医药估值较为合理。
- ◆ 截止到3月底，医药行业相对于全部A股估值溢价率为145%。

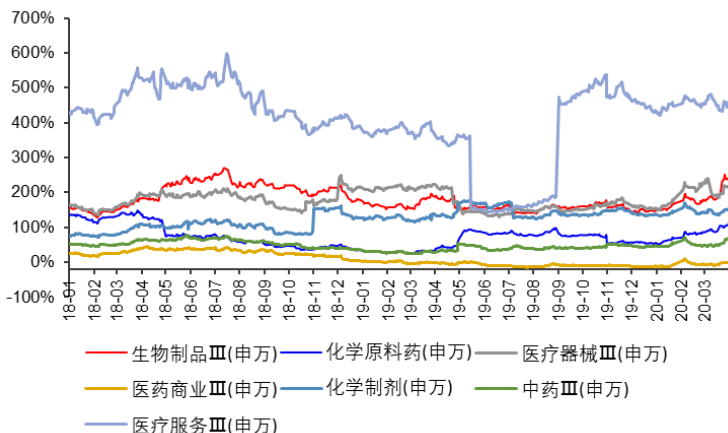
1 医药行业回顾表现

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

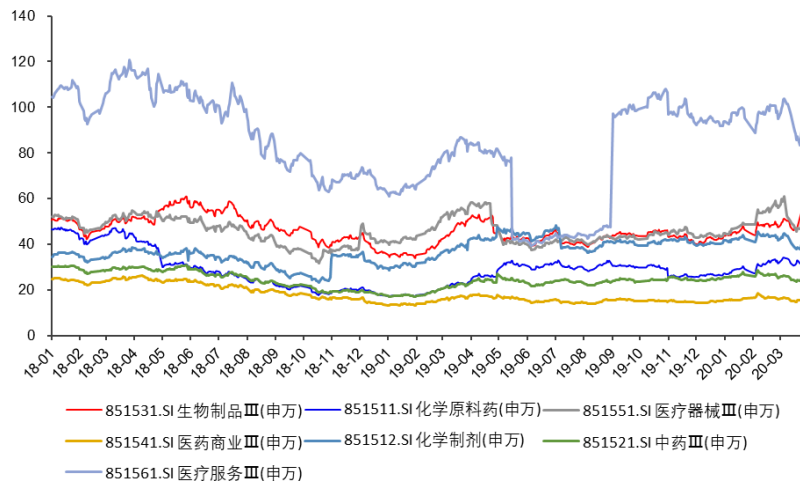
申万医药子行业市盈率（TTM整体法）



申万医药子行业相对A股的溢价率



申万医药子行业历史市盈率变化趋势



- ◆ 横向看：医疗服务（89倍）和生物制品（53倍）的PE(TTM)最高，中药（27倍）和医药商业（16倍）市盈率最低。
- ◆ 纵向看：各子行业估值环比均呈上升趋势；与此同时，各版块相对A股溢价率均呈现上升趋势。

数据来源：WIND, Wind证券

www.swsc.com.cn

目 录

1 医药行业回顾表现

2 疫情形式持续严峻，但中长期对行业影响有限

3 国内透析渗透率低，血透耗材领域前景广阔

4 创新为王，CDMO行业高景气度

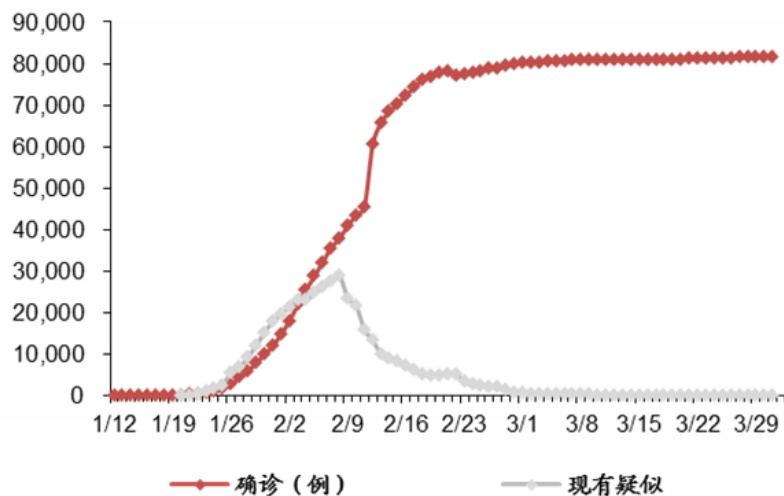
5 2020年4月医药行业投资策略及标的

2 疫情形式持续严峻，但中长期对行业影响有限

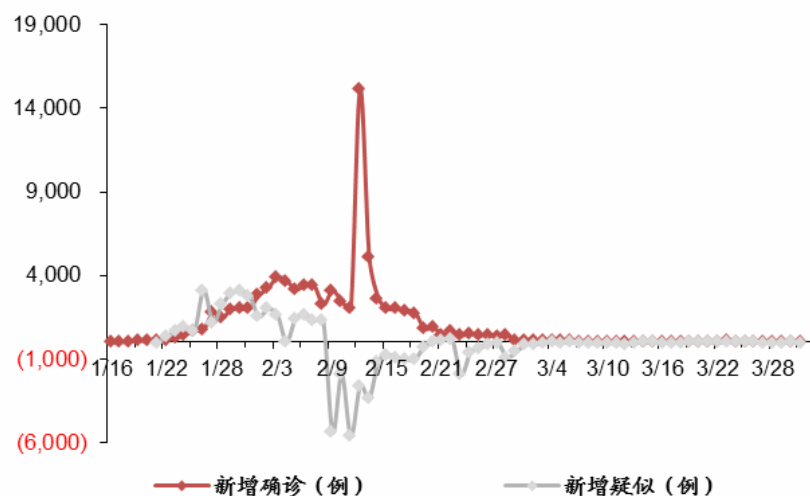
防控无症状感染者和境外输入

■截至2020年3月31日24时，国家卫健委收到31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团累计报告确诊病例81554例，累计死亡病例3312例；全国新增确诊36例，其中35例为境外输入病例，本土1例（广东1例），累计报告境外输入确诊病例806例；新增无症状感染者130例，尚在医学观察无症状感染者1367例。

全国新型冠状病毒确诊病例情况（人）



全国新型冠状病毒疑似病例情况（人）



数据来源：国家医保局，西南证券整理

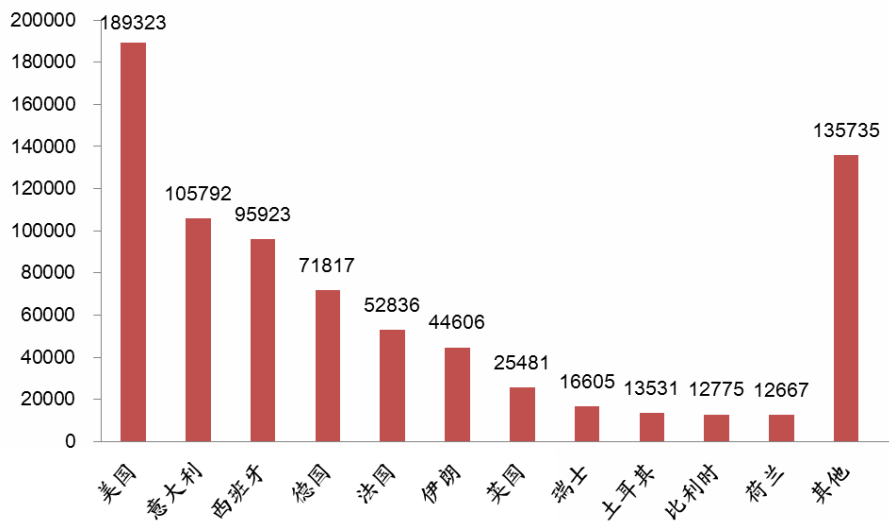
www.swsc.com.cn

2 疫情形式持续严峻，但中长期对行业影响有限

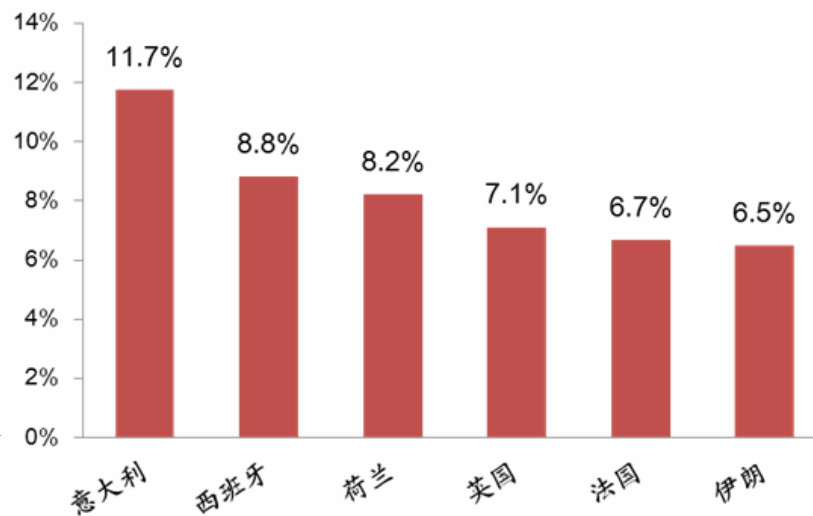
全球疫情持续恶化，欧洲死亡率居高不下

■海外方面，截止2019年3月31日24时，全球除中国外累计确诊病例777091例，全球死亡病例39113例，死亡率达到5.03%。美国、意大利、西班牙为重灾区，累计确诊病例分别为189323、105792、95923例，美国单日新增再创新高，达24653例；意大利、西班牙、美国、法国累计死亡病例均超过中国。

各国新冠病毒确诊患者数



各国新冠病毒死亡率情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

2 疫情形式持续严峻，但中长期对行业影响有限

疫情短期对行业有一定影响，中长期影响有限

■针对此次疫情，国家根据事态的发展及时采取了多项应对措施，包括：**1）新型冠状病毒感染的肺炎纳入法定传染病管理**：将新型冠状病毒感染的肺炎纳入《乙类传染病，并采取甲类传染病的预防、控制措施。**2）医保局对新型肺炎覆盖药品临时纳入医保支付**：采取特殊报销政策，新型冠状病毒治疗覆盖的药品和医疗服务项目，全部临时纳入医保基金支付范围。**3）组织做好疫情防控重点物资生产企业复工复产和调度安排工作**：迅速组织应对疫情使用的医用防护服、N95口罩、医用护目镜、负压救护车、相关药品等企业复工复产。

■受此次疫情影响，预计医药行业将受到一定程度的影响，但是根据非典经验，中长期角度看对医药产业影响比较有限。

■另外，尽管世界卫生组织已宣布本次疫情升级为“国际关注的突发公共卫生事件”，但同时表示目前没有理由限制和干预国际出行，也不推荐任何对出行的限制，预计目前对医药行业相关产品出口无明显影响。

■从短期看，此次疫情对口罩（奥美医疗、振德医疗等）、大输液（辰欣药业、科伦药业等）、干扰素（安科生物、特宝生物等）、额温枪和消毒用品（鱼跃医疗等）、诊断监护设备（理邦仪器等）等业绩影响比较明显，预计一季度业绩很可能超预期。

目 录

1 医药行业回顾表现

2 疫情形式持续严峻，但中长期对行业影响有限

3 国内透析渗透率低，血透耗材领域前景广阔

4 创新为王，CDMO行业高景气度

5 2020年4月医药行业投资策略及标的

3 国内透析渗透率低，血透耗材领域前景广阔

国内终末期肾病患者持续提升，透析占据绝对主导治疗地位：随着人口老龄化程度的不断加深，高血压、糖尿病患者人数逐年增加，我国终末期肾病（ESRD）患者持续增长。根据中华医学会肾病学分会统计的数据，截止2017年末，中国终末期肾病患者人数约为290万人，预计2019年末超过300万人。ESRD治疗方式主要有血液透析、腹膜透析和肾移植等方式。由于肾移植受到供体数量的限制且价格昂贵等因素，肾移植治疗仅是少数。血液透析是目前ESRD患者治疗的主要方式，治疗比例远超其他治疗方式。

国内透析人数持续增长，透析治疗率仍远低于发达国家：根据中国医师协会肾脏内科医师分会(CNA)2019年学术年会报告的数据，截止2018年末，我国终末期肾病患者在透析人数为57.9万人，并以每年15%左右的速度增长。但是，由于多方面因素的限制（医保、仪器普及率、医生及患者教育等）影响，2018年我国终末期肾病患者治疗率仅不足20%，低于全球平均水平的37%，远低于发达国家水平90%，未来仍有数倍提升空间。

国内透析耗材潜在市场达300亿，核心产品透析机+透析器国产替代空间大：2018年我国ESRD患者约300万人，透析患者58万人，假设每周透析2.5次，测算出透析器、透析液/粉和透析管路等耗材市场规模约53亿元，预计2030年市场规模将达到291亿元，2018至2030年均复合增长率达到15%以上。其中，透析机和透析器作为血液透析核心产品，由于技术壁垒较高，目前主要外资占据，其中外资在透析机领域占比更是高达90%左右。透析器的核心部件透析膜由于技术壁垒高，目前国内透析器厂商极少能实现自产，多数依赖进口。

投资策略与重点关注个股：看好血液透析市场潜力，全产品线布局及特色化产品布局竞争优势显著，重点推荐灌流器龙头健帆生物和血液透析全产品线布局的三鑫医疗。

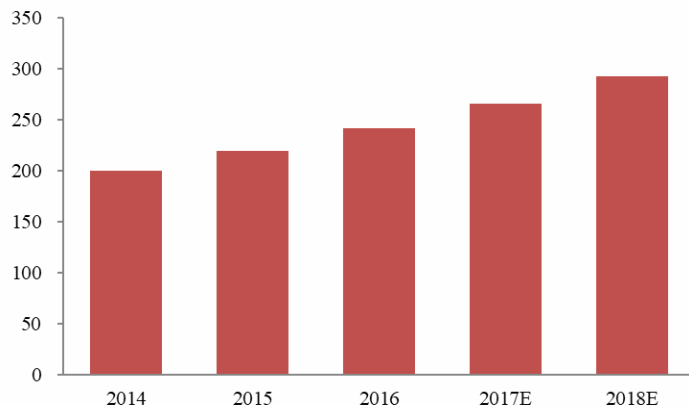
风险提示：高值耗材降价或超预期、新产品研发或不及预期。

3 国内透析渗透率低，血透耗材领域前景广阔

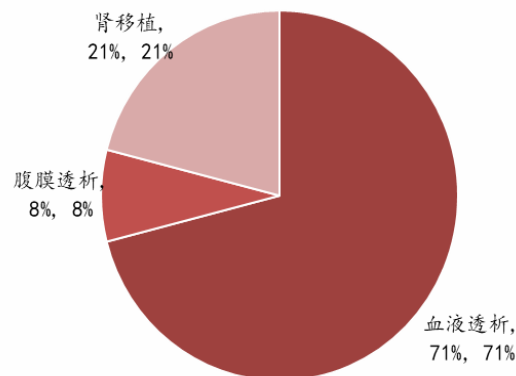
■ 国内终末期肾病患者持续提升，透析占据绝对主导治疗地位

- ◆ 随着人口老龄化程度的不断加深，高血压、糖尿病患者人数逐年增加，我国终末期肾病（ESRD）患者持续增长。根据中华医学会肾病学分会统计的数据，截止2017年末，中国终末期肾病患者人数约为290万人，预计2019年末超过300万人。
- ◆ ESRD治疗方式主要有血液透析、腹膜透析和肾移植等方式。由于肾移植受到供体数量的限制且价格昂贵等因素，肾移植治疗仅是少数。血液透析是目前ESRD患者治疗的主要方式，治疗比例远超其他治疗方式。

中国ESRD患者人数持续增长（万人）



2013全球ESRD患者治疗方式对比



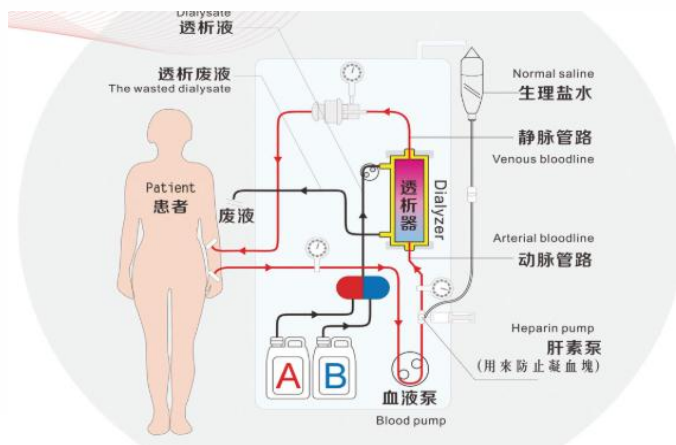
数据来源：中国产业信息网、费森尤斯、西南证券整理

3 国内透析渗透率低，血透耗材领域前景广阔

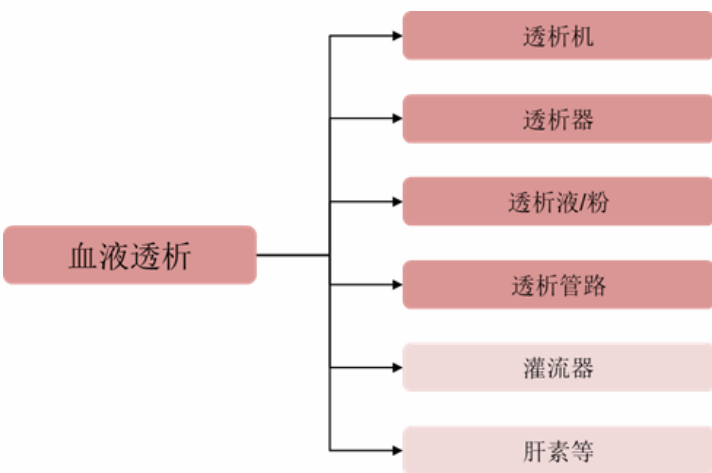
■ 血液透析所需耗材较多，灌流器地位持续提升

- ◆ 血液透析必须使用的医用设备和耗材包括透析机、透析器、透析液/粉和透析管路等。
- ◆ 灌流器作为提升透析效果的耗材，近年来发展迅速。血液灌流联合血液透析的治疗模式，通过透灌结合、优势互补，能广谱清除尿毒症毒素，对中大分子、蛋白结合类尿毒症毒素的清除大大优于其他血液净化方式。

血液透析示意图



血液透析所需产品



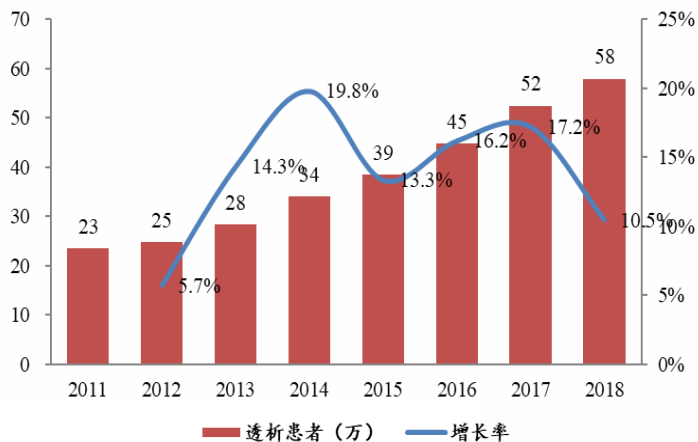
数据来源：三鑫医疗官网、西南证券整理

3 国内透析渗透率低，血透耗材领域前景广阔

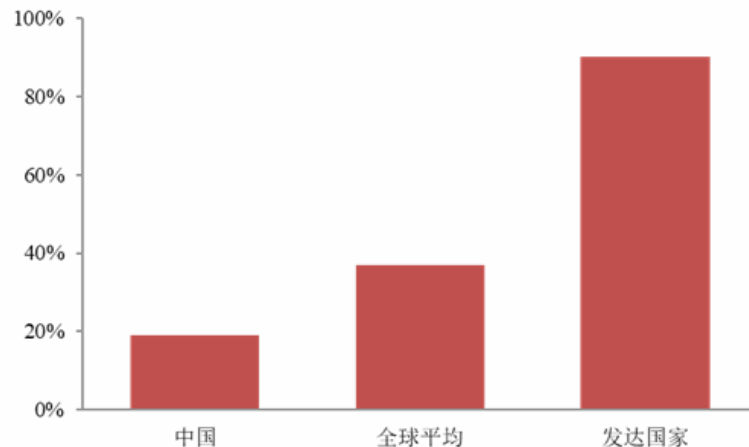
■ 国内透析人数持续增长，透析治疗率仍远低于发达国家

- ◆ 根据中国医师协会肾脏内科医师分会(CNA)2019年学术年会报告的数据，截止2018年末，我国终末期肾病患者在透析人数为57.9万人，并以每年15%左右的速度增长。
- ◆ 但是，由于多方面因素的限制（医保、仪器普及率、医生及患者教育等）影响，2018年我国终末期肾病患者治疗率仅不足20%，低于全球平均水平的37%，远低于发达国家水平90%，未来仍有数倍提升空间。

国内终末期肾病患者透析人数及增长情况



我国ESRD患者透析治疗率远低于发达国家



数据来源：中国医师协会、西南证券整理

3 国内透析渗透率低，血透耗材领域前景广阔

- 国内透析耗材潜在市场达300亿，核心产品透析机+透析器国产替代空间大
- ◆ 2018年我国ESRD患者约300万人，透析患者58万人，假设每周透析2.5次，测算出透析器、透析液/粉和透析管路等耗材市场规模约53亿元，预计2030年市场规模将达到291亿元，2018至2030年均复合增长率达到15%以上。
- ◆ 透析机和透析器作为血液透析核心产品，由于技术壁垒较高，目前主要外资占据，其中外资在透析机领域占比更是高达80%左右。透析器的核心部件透析膜由于技术壁垒高，目前国内透析器厂商极少能实现自产，多数以来进口。

国内血液透析主要耗材市场规模测算

透析患者	2018年	2030年	备注
ERSD患者	约300万	约400万	
透析渗透率	19%	80%（假设）	参考发达国家90%渗透率
透析患者人数	58万	320万	
假设每周2.5次透析			
市场规模（亿）	52.8	291.2	2018-2030年均复合增长率超过15%
透析器（亿）	26.4	145.6	出厂价35元/支，一次性使用
透析液/粉（亿）	18.9	104	出厂价25元/人份，一次性使用
透析管路（亿）	7.5	41.6	出厂价10元/套，一次性使用

数据来源：中国产业信息网、西南证券整理

目 录

1 医药行业回顾表现

2 疫情形式持续严峻，但中长期对行业影响有限

3 国内透析渗透率低，血透耗材领域前景广阔

4 创新为王，CDMO行业高景气度

5 2020年4月医药行业投资策略及标的

核心观点

海外：国内CDMO行业受益于海外创新药产业链转移

- 欧美地区CDMO行业发展成熟，近几年医药外包订单向中国、印度等成本低廉新兴市场转移趋势明显。根据Frost & Sullivan数据，2019-2021年国内CDMO行业复合增速近20%，高于海外同期12%的增速。
- 专利药到期后，仿制药上市后价格将大幅降低，无论对原研厂家还是仿制药企业而言，将其外包给CDMO生产降低成本将是行业趋势。预计2020-2021年全球专利药到期的市场规模在170亿美元左右，2023年市场规模达到670亿美元，预计将带动CDMO行业进一步增长；九洲药业收购诺华苏州原料药工厂就是行业未来发展趋势的有力证明。

国内：创新药产业的快速崛起加速国内CDMO行业的成长

- 随着国内医药研发投入的不断加大，近几年国内药物报产数量明显上升，根据药智网数据显示，2019年国内1类化药IND受理数量达到118个，高于近几年平均水平，1类生物制品报NDA数量达到127个，略高于2018年的123个，报产数量的持续增加进一步促进医院行业不断扩容。
- 国产创新药的快速崛起势必加速国内CDMO行业的发展，MAH上市许可人制度将使创新药前段生产全部流向CDMO行业。国内CDMO企业的国内订单数量显著增长，我们预计MAH制度将成为常态，将持续推动国内CDMO行业发展。以上海市公示的两批MAH试点品种为例，已申请的25个药品中有8个委托CDMO企业生产，MAH制度助力CDMO获得新药合作机会。

重点关注：药明康德（603259）：核心子公司和全药业是国内最大的CDMO企业；**凯莱英（002821）**：打造“API+制剂”一体化CDMO平台，积极布局生物药CDMO平台；**九洲药业（603456）**：积极打造化药“CDMO+API”一体化的平台；**博腾股份（300363）**：“3+5+N”战略推进下迎来拐点，新兴客户收入占比快速提升；积极向上游拓展CRO业务，通过转型推动发展CRO业务；**药石科技（300725）**：快速成长的以小分子砌块为基础的快速成长型CDMO平台，制剂平台与创新药研发服务积极推进中；**美诺华（603538）**：“CMO/CDMO+原料药/制剂一体化”驱动下，公司迈入快速成长期。

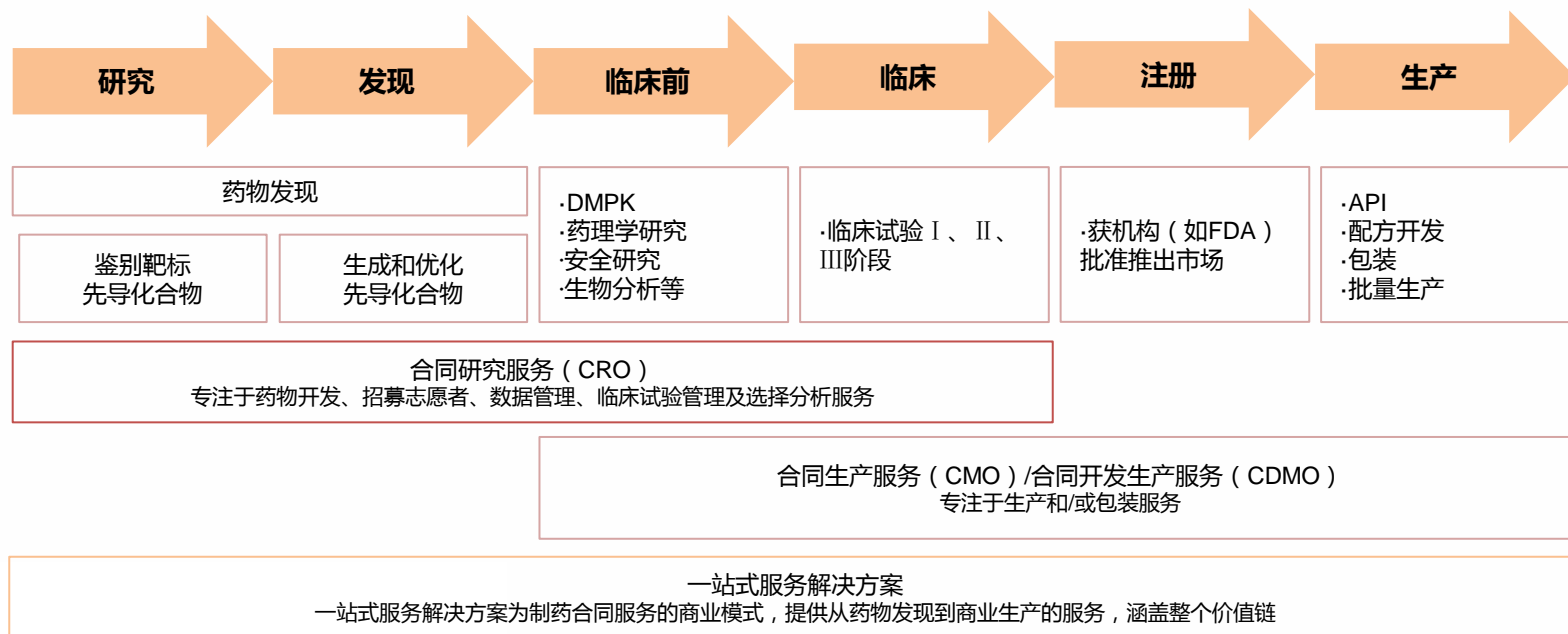
风险提示：项目落地不及预期的风险；汇兑损益超预期的风险。

4 创新为王，CDMO行业高景气度

■ CDMO：创新研发产业链的核心参与者

- 在药物的研发外包中，大致可分为两类：医药研发外包（Contract Research Organization，CRO）和医药生产外包（Contract Manufacture Organization，CDMO）。
- CDMO主要是接受制药公司的委托，提供产品生产时所需要的工艺开发、配方开发、临床试验用药、化学或生物合成的原料药生产、中间体制造、制剂生产以及包装等服务。

CRO及CDMO在药物研发生产所处的阶段



数据来源：药明康德招股书，西南证券整理

4 创新为王，CDMO行业高景气度

■ CDMO：创新研发产业链的核心参与者

医药行业产业链

药品生产

药品销售

使用终端

药品
研发

药品
生产

市场
推广

医药
商业

医院

+

药店

CDMO

药企自身新药研发投资回报率降低，选择聘用专业CRO公司

缩短研发周期，提高研发效率

定制化灵活生产，提高生产效率

高生产质量控制，提升药物质量管理优势

减少新产能建设，降低固定资产成本

CDMO

制药公司

帮助药企进行药品研发与商品化上市

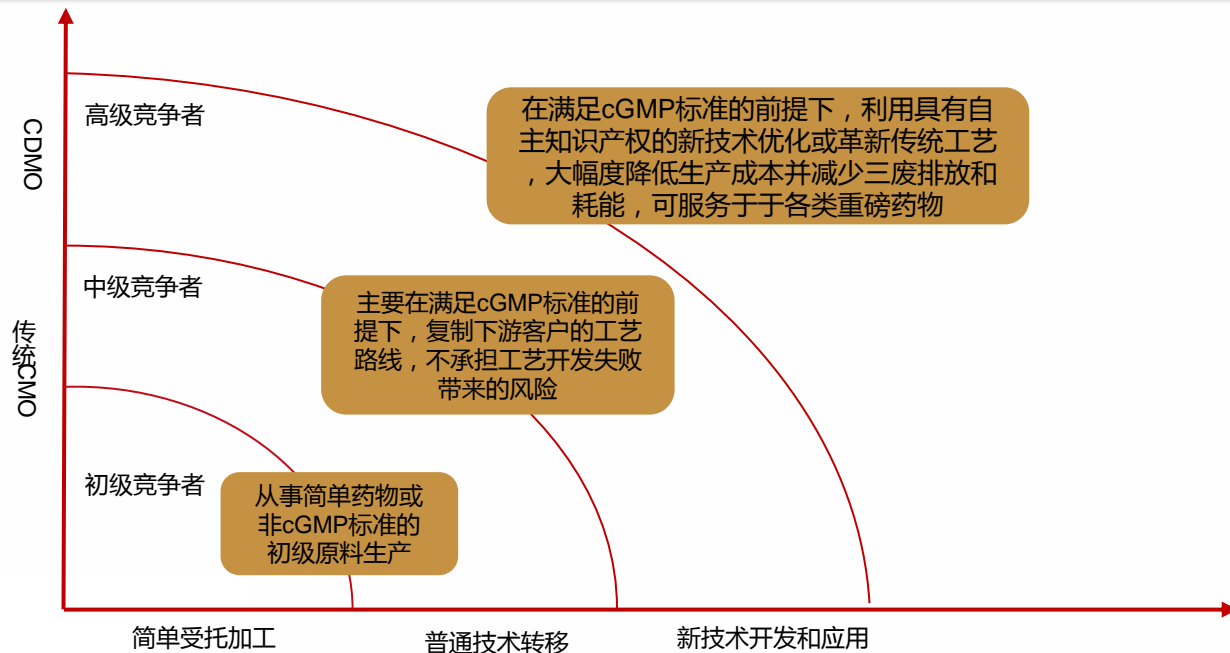
- Chemical Weekly预计，生产成本约占新药研发成本的30%；
- 将生产环节外包给低成本地区可以使生产成本降低40-60%。

4 创新为王，CDMO行业高景气度

■ CDMO：创新研发产业链的核心参与者

- CMO为医药公司提供代工生产，随着医药公司对药品生产效率要求不断提高，CDMO应运而生，CDMO在为医药公司提供服务时，可基于自身技术对产品生产过程进行优化，以附加值较高的技术输出取代单一产能输出。
- 相比CMO，CDMO持续获得订单能力更强，高附加值下盈利能力更强，预计CDMO将是CMO行业的发展趋势。

CMO与CDMO相比技术壁垒更高



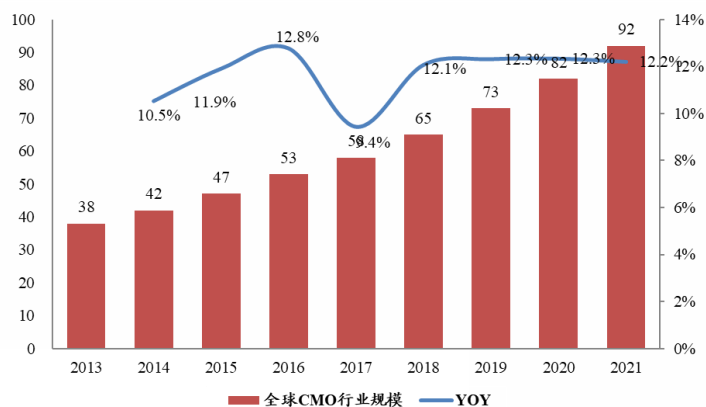
数据来源：凯莱英招股书，西南证券整理

4 创新为王，CDMO行业高景气度

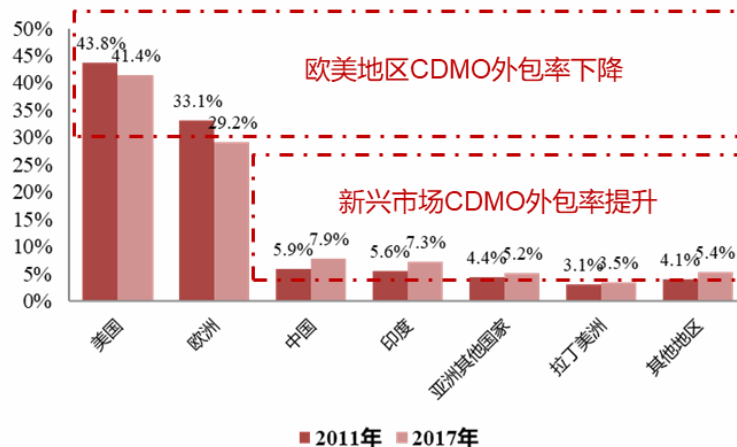
■ 全球CDMO行业步入成熟期，新兴市场蓬勃发展

- 全球药物研发投入持续升温+专利药悬崖等多种因素将带动CDMO行业持续快速增长。根据Frost & Sullivan数据，预计全球CDMO市场规模将从2019年的730亿美金提升到2021年的920亿美金，复合增速达到12.3%。
- 欧美地区CDMO行业发展成熟，行业竞争激烈，近几年医药外包订单向中国、印度等成本低廉新兴市场转移趋势明显，中国已加入了大部分知识产权国际多边条约，知识产权保护制度相对印度更加完善，优势较为明显。

2013-2021年全球CDMO市场规模（十亿美元）



2011和2017年各地区CDMO外包率情况



数据来源: Frost & Sullivan, informa, 西南证券整理

4 创新为王，CDMO行业高景气度

■ 全球CDMO行业步入成熟期，新兴市场蓬勃发展

- 为降低成本，近几年许多跨国药企逐步关闭部分厂家以减少产能，仅2019年，辉瑞、诺华、礼来和阿斯利康等公司均宣布了产能削减计划，其中诺华将苏州工厂以7.9亿元出售给九州药业，全球医药产能正从欧美向亚太地区转移。

全球主要制药公司产能消减计划

公司	时间	主要内容
辉瑞	2010	计划削减6000个工作岗位并对公司年生产能力进行缩减，并到2015年之前，陆续关闭爱尔兰、波多黎各、美国境内的8家制药厂，并逐渐减少其他6家制药厂产能
	2018	关闭旧金山1家工厂
	2019	关闭印度2家工厂，裁撤约1700名员工
诺华	2014	关闭纽约1家工厂
	2015	关闭印度1家工厂
	2018	未来1年关闭巴塞尔地区2家工厂，4年内削减约2200个职位
	2019	出售苏州工厂给九州药业
礼来	2007	关闭在苏格兰的制剂工厂
	2019	裁撤法国1家工厂约250个工作岗位
阿斯利康	2008	计划在接下来的几年内将其所有药品原料药生产外包，这些原料药的生产将转移至亚洲，主要是印度
	2019	关闭2家美国科罗拉多州的生物制剂工厂，裁撤210个工作岗位
默沙东	2013	决定全球裁员8500人，以争取到2015年前将年度运营成本削减25亿美元
	2020	将在美国多个州裁撤约500个职位
BMS	2017	将在爱尔兰Swords的API工厂出售给韩国公司SK Biotek
罗氏	2015	出售美国、意大利和西班牙的三个小分子药物工厂
	2019	计划2020年关闭其位于爱尔兰的一处小分子药物工厂，并裁员132人
GSK	2019	将下属苏州工厂及持有的产品贺普丁以2.5亿元的价格转让给复星医药
拜耳	2018	在美国加州的一个生产基地裁减227名员工

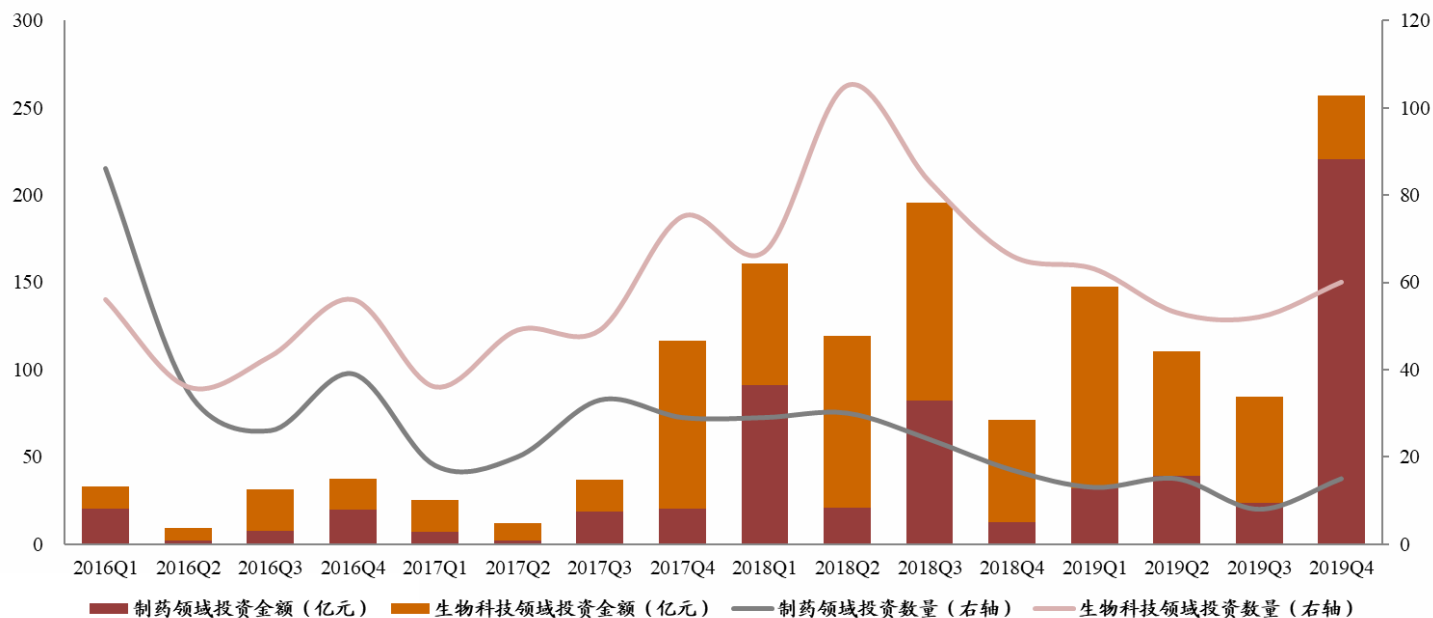
数据来源：公司官网，西南证券整理

4 创新为王，CDMO行业高景气度

■ 多种因素促进行业发展，国内CDMO行业进入发展快车道

- 2017年12月，港交所宣布允许尚未盈利或者没有收入的生物科技公司来香港上市，给一级市场投资机构明确了退出路径，从2017Q4开始，国内生物医药领域投资热情明显增加，制药领域和生物科技领域投资金额和数量明显增加，进一步促进国内医药产业的创新研发。

2016-2019年国内生物医药领域投融资情况（按季度）



数据来源：Wind，西南证券整理

4 创新为王，CDMO行业高景气度

■ 多种因素促进行业发展，国内CDMO行业进入发展快车道

创新药

- 优先审评：大幅提高审评效率，加速国内与进口创新药研发的速度。
- 医保谈判：医保调整周期缩短，新特药进医保有利于创新药放量。
- 2017年首次医保谈判，36个品种降价入选，以创新药、专利药为主；2018年第二次谈判17个品种入选，主要是以抗肿瘤为主；2019年第三次谈判，150个药品谈判成功97个，全部纳入乙类，119个新品种70个谈判成功，以吡咯替尼（恒瑞医药）、PD-1（信达生物）、呋喹替尼（和黄医药）等为代表的国产创新药顺利进入。

仿制药

- 带量采购：
 - 压缩仿制药利润空间。固体制剂受影响先于注射剂，但注射剂一致性评价技术要求征求意见稿已于2019年10月发布，预计2021年将产生明显影响。仿制药高毛利率时代即将结束，医保费用向创新药转移。
 - 倒逼国内药企创新化转型。以恒瑞医药为代表的创新药企采取由“仿创结合”转向“创新为主，仿制为辅”的战略，向创新药企转型。
 - 仿制药企寻求生产成本优化。传统以仿制药为主营的公司短期无法完成创新转型，**通过股权或CDMO等形式战略高度绑定上游原料药公司，优化生产成本，从而在最终带量采购过程胜出。**

4 创新为王，CDMO行业高景气度

■ 多种因素促进行业发展，国内CDMO行业进入发展快车道

- 2018年5月，国家发改委等四部委联合发布《关于组织实施生物医药合同研发和生产服务平台建设专项的通知》，明确支持 CRO/CDMO 行业的发展。
- 针对CDMO：重点支持创新药生产工艺开发和产业化、已上市药物规模化委托加工，优先支持掌握药物生产核心技术、质量体系及环境健康安全（EHS）体系与国际接轨、公共服务机制健全的规模化、专业化合同生产服务平台。

《关于组织实施生物医药合同研发和生产服务平台建设专项的通知》内容解读

总体目标

重点支持一批**高水平、国际化的综合性生物医药合同研发和生产服务平台建设**，着力提升生物医药研发和生产服务能力。力争达到每年为100个以上新药开发提供服务的能力

主要任务

做强优势企业，提升创新能力，推动集聚发展

支持方向

重点支持：生物医药合同研发服务（CRO），生物医药合同生产服务（CDMO）

申报条件

CRO：相关细分领域优势企业，2017年研发服务合同金额超过2亿元，拥有市场化的公共服务机制和完备的质量保证体系

CDMO：新药合同生产服务领域优势企业，2017年生产服务合同金额超过3亿元，可提供小分子新药或大分子药的临床样品制备和商业化生产服务，具备较高的生产制造技术水平和质量保证水平

补助原则

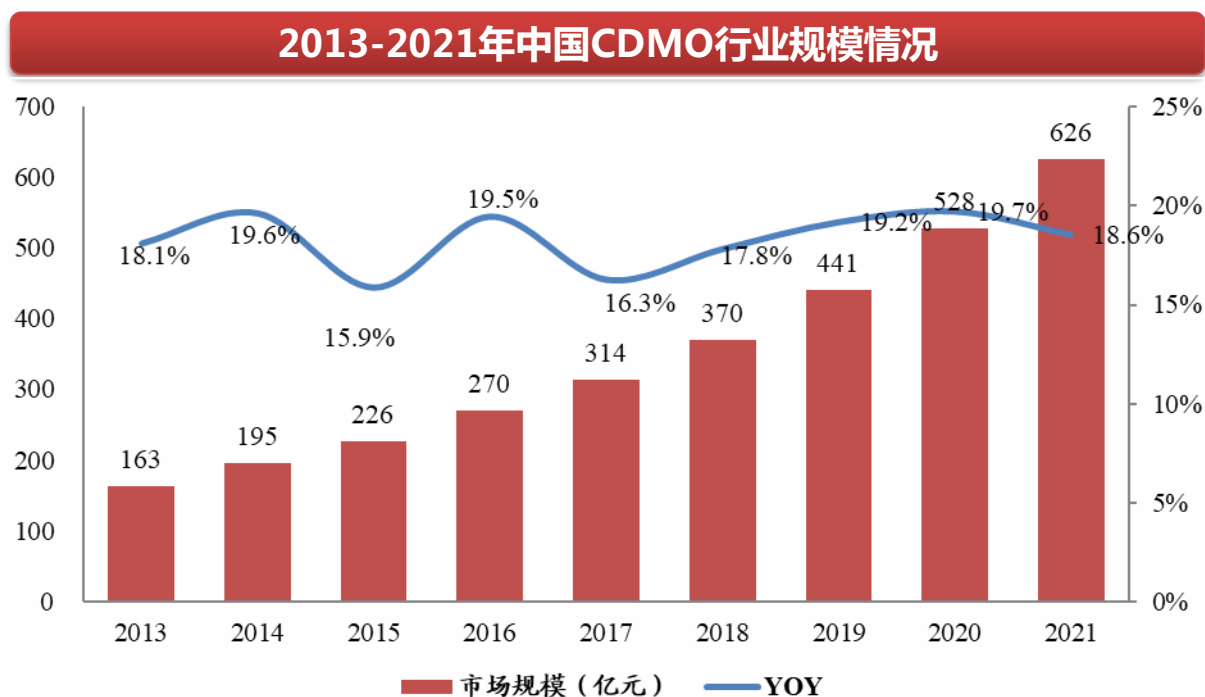
单个申报项目总投资不低于1亿元；符合条件的项目国家补助资金原则上为项目总投资的30%左右，金额不超过1亿元

数据来源：国家药监局，药智网，西南证券整理

4 创新为王，CDMO行业高景气度

■ 多种因素促进行业发展，国内CDMO行业进入发展快车道

- 根据Frost & Sullivan数据，国内CDMO行业规模从2017年的314亿元提升到2019年的441亿元，复合增速达到18.5%；预计国内CDMO行业规模将从2019年的441亿元提升到2021年的626亿元，复合增速达到19.1%。



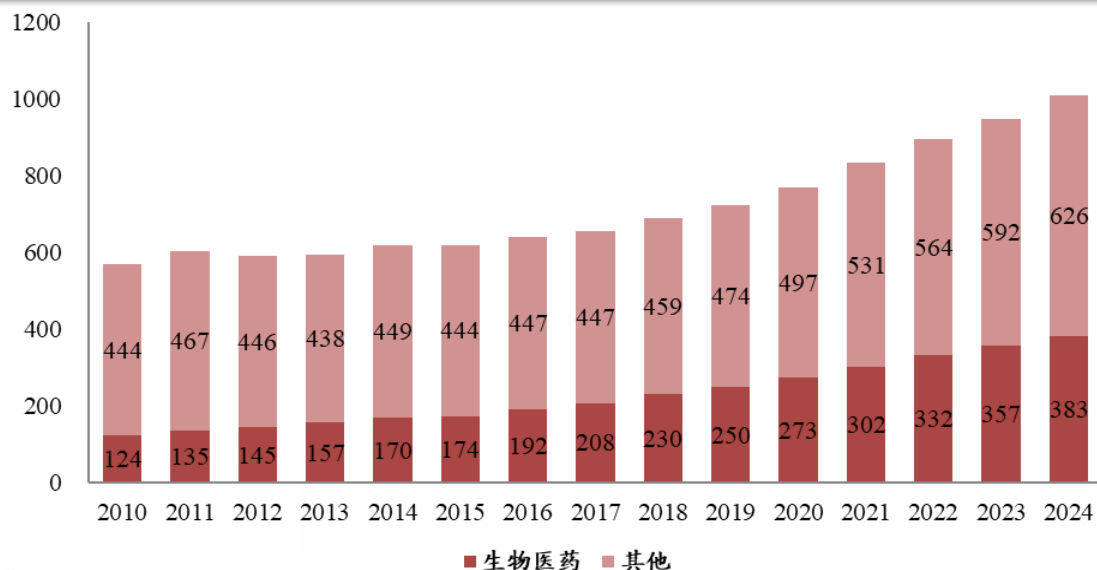
数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

4 创新为王，CDMO行业高景气度

■ 生物制药CDMO发展潜力巨大，国内市场方兴未艾

- Evaluate Pharma 预测生物药将继续维持强势市场地位，预计生物药市场规模将从2019年的27%（2500亿美元）上升到2024年的31%（3830亿美元），年复合增长率达到8.9%。
- 生物药市场快速增长主要由以下三个因素推动：1）适应症的迅速拓展：以抗体药为代表的生物药的适应症正迅速扩展到骨质疏松、多发性硬化症、哮喘、抗感染、心血管等诸多领域，而不仅限于肿瘤、自免、内分泌和代谢以及血液等生物药的传统适应症。2）新药上市进度加快：从审评角度看，抗体药为代表的生物药处于产品上市爆发期。3）重磅生物药专利逐渐过期。

2010-2024年全球医药市场规模（十亿美元）

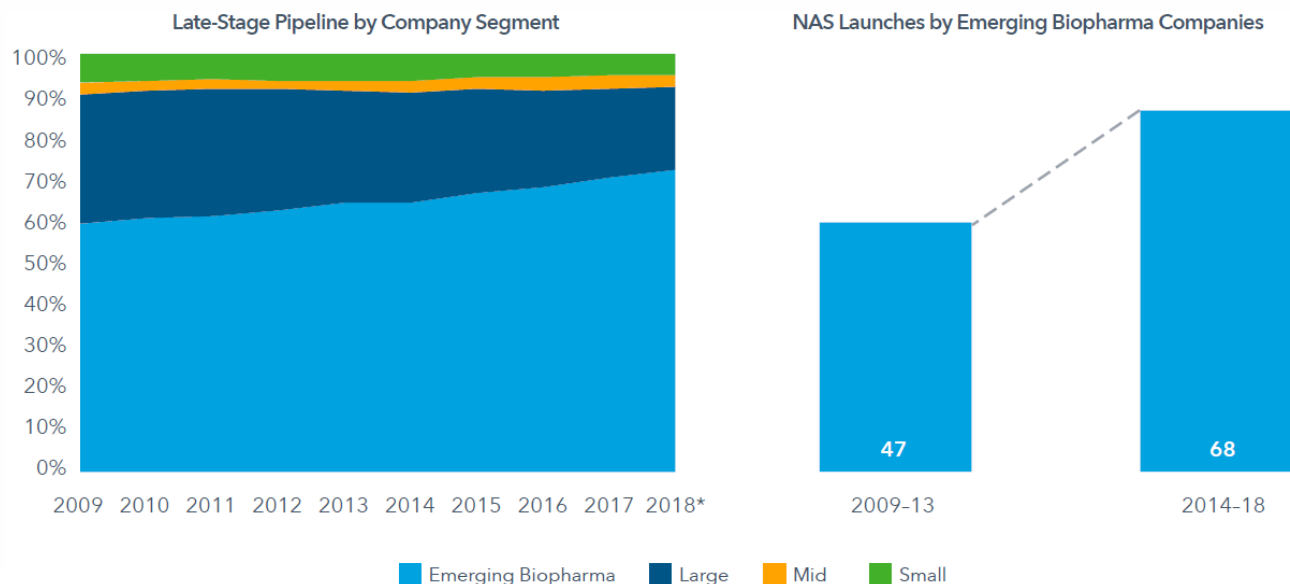


4 创新为王，CDMO行业高景气度

■ 生物制药CDMO发展潜力巨大，国内市场方兴未艾

- 根据IQVIA数据，近几年由新兴生物制药企业（Emerging biopharma，收入小于5亿美元，研发投入小于2亿美元）主导的全球研发项目占比从2009年的60%提升到2018年的72%。
- 2009-2013年期间，新兴生物制药企业上市了47个新活性物质（New Active Substances），这一数量在2014-2018年期间达到68个。

新兴生物制药企业研发管线占比不断提高



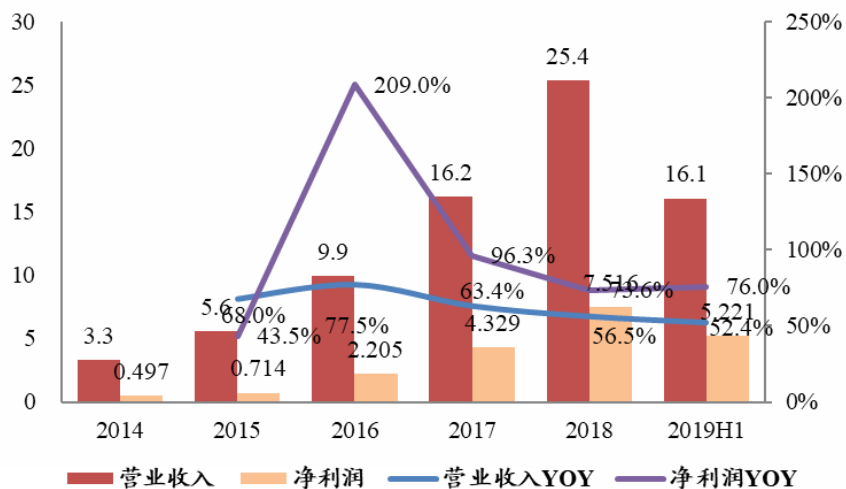
Source: IQVIA Pipeline Intelligence, Oct 2018; IQVIA Institute, Dec 2018
Notes: *Reflects pipeline through October 4th 2018. Companies assigned to segments based on MAT Sep 2018 Revenues or 2017 R&D Spend. Segments defined at company level as: Large >\$10Bn; Mid \$5-10Bn; Small \$500Mn-5Bn; Emerging Biopharma (EBP) <\$500Mn OR R&D Spend <\$200Mn. If multiple companies involved in a project, the larger segment takes precedence. Launches YTD December 5th 2018.

4 创新为王，CDMO行业高景气度

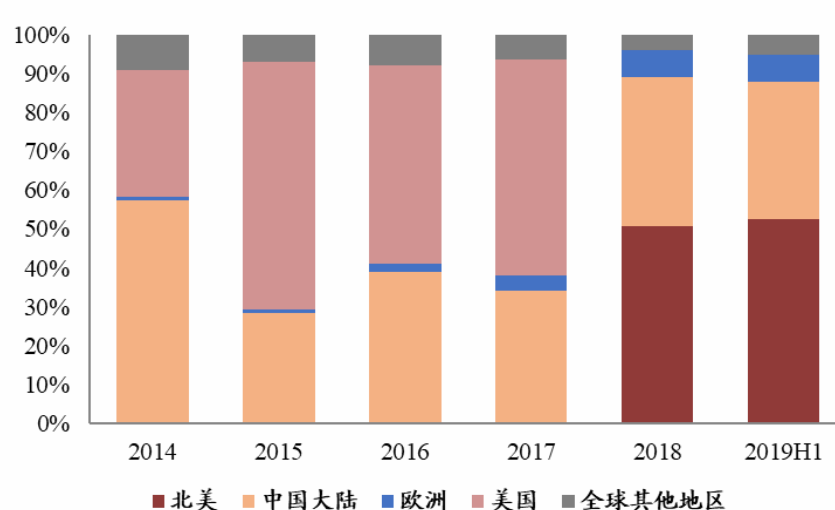
■ 生物制药CDMO发展潜力巨大，国内市场方兴未艾

- 药明生物是目前国内最大的生物药CDMO，也是全球领先的生物CDMO，近几年药明生物营业收入增速维持在50%以上，利润增速维持在70%以上，表明行业正处于高速发展阶段。
- 按地区来看，药明生物目前收入主要还是来自北美地区和国内地区，其中国内地区收入占比近几年较为稳定，2019上半年国内收入占比为35.4%。

2014-2019H1药明生物营收和净利润情况（亿元）



2014-2019H1药明生物收入占比情况（按地区）



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

1 医药行业回顾表现

2 疫情形式持续严峻，但中长期对行业影响有限

3 国内透析渗透率低，血透耗材领域前景广阔

4 创新为王，CDMO行业高景气度

5 2020年4月医药行业投资策略及标的

核心观点

全球疫情加大全球经济一体化不确定性，但国内医药制剂国际化占比低、相反海外对国内原料药依赖程度在强化，医药资产的科技与消费属性再次成为机构投资者配置首选。自3月1日以来，我们强烈推荐特色原料药板块，推荐核心逻辑即国外疫情严重，从而影响了印度、意大利等主要原料药出口；但随着国内复产后开始向海外输出原料药，我们重点提出的戴维斯双击逻辑得到佐证。3月份原料药板块涨幅约20%，仅次于器械30%涨幅。近日总书记习近平指出，中国将加大力度向国际市场供应原料药等产品；3月28日中国化学制药协会发文：强调做好原料药及中间体供应工作的通知，如对抗生素、糖尿病、抗病毒等。我们近期观点：中期看，原料药价格上行将是必然趋势、原料药在国际医疗产业链地位得到提升；另外医疗器械为西南医药团队2020年战略推荐方向，重点推荐迈瑞医疗、凯利泰等取得显著超额收益，现观点仍不变；其它子行业，3月起逐步、部分全面恢复正常，二季度增速将恢复正常。

基于新医药的新政策、新基建、新产能、新销售等逻辑，具体投资策略：

- 创新药及其CDMO等产业链，重点推荐恒瑞医药、药明康德，泰格医药、凯莱英、九洲药业等；
- 特色原料药，重点推荐华海药业、普洛药业；仙琚制药、司太立；美诺华、天宇股份、富祥股份等；
- 医疗设备及治疗性医疗器械，重点推荐迈瑞医疗、理邦仪器、万东医疗；三鑫医疗、凯利泰、乐普医疗等；
- 偏消费领域，重点推荐智飞生物、康泰生物、长春高新等；
- 药店领域，重点推荐大参林、老百姓、益丰药房、一心堂；
- 血制品领域，重点推荐华兰生物、博雅生物、双林生物等。

4月重点推荐稳健组合：迈瑞医疗（300760）、恒瑞医药（600276）、药明康德（603259）、长春高新（000661）、智飞生物（300122）、康泰生物（300601）、健帆生物（300529）、凯利泰（300326）；弹性组合：三鑫医疗（300453）、万东医疗（600055）、理邦仪器（300206）、大参林（603233）。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险。

迈瑞医疗（300760）：国产医疗器械龙头，全球竞争力持续提升

投资逻辑

- **自主研发+外延并购，公司已成国内高端医疗器械龙头。**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；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，为国内医疗器械龙头。
- **分级诊疗和招标采购周期下，新产品上市和渠道改革下，公司将延续快速增长。**行业层面：卫计委发布《2018—2020年大型医用设备配置规划》和《全面提升县级医院综合能力工作方案（2018-2020年）》，国内医疗设备招标采购周期持续；公司层面：1）陆续推出多款新产品：部分真正进入高端市场实现进口替代；2）渠道调整：私有化后调整了国内和国外渠道，国内快速增长，国际波动减少。
- **公司长期可见100亿美元空间，未来三年收入增长将维持25%左右。**1）生命监护：监护仪国内第一，全球第三，看N系列在高端医院和国际市场发力，且麻醉、除颤等新产品上量；预计未来15%左右增长；2）影像：超声国内第一，全球第六，昆仑系列全身机R7和妇产R8成为国内真正意义上的高端机，正在快速放量；预计未来20%出头增长；3）体外诊断：血球和生化为国产第一，血球媲美国际巨头，化学发光国产第三。发光为战略业务，2-3年将成为国内龙头；预计未来30%左右增长。

盈利预测与评级

- 预计2020-2022年归母净利润为57亿元/70亿元/85亿元，对应PE为54倍/44倍/36倍，“买入”评级。

风险提示

- 新产品或无法放量的风险；器械招标降价的风险；汇兑损益或超预期的风险。

恒瑞医药 (600276) : 创新获重大突破 , 进入新的快速发展周期

投资逻辑

- **国内创新药绝对龙头企业，创新正踢动公司加速成长。**公司在研发与已获批创新药品种数量国内遥遥领先，也是创新转型最彻底、创新成果最丰富，未来对仿制药业务依赖程度越来越低，是受仿制药降价趋势影响最小的标的，随着19K、吡咯替尼、PD-1等重磅创新产品获批，我们认为从2018年开始创新将强势推动公司进入新的增长周期。
- **创新驱动收入与业绩增长持续加速，四条管线收入增长势头良好。**2019Q4实现收入与归母净利润分别为63.4亿、15.9亿，同比增长27.9%、38.1%，销售分线改革与创新药新品种获批销售是全年收入与业绩增速加快的主要原因。三大主营业务增速明显，抗肿瘤与造影剂业务增速明显加快。麻醉。抗肿瘤销售收入105.6亿元，同比增长43%；造影剂收入32.3亿元，同比增长39%，受益于碘克沙醇持续放量增长以及碘化油等新品的销售；麻醉产品收入55.1亿元，同比增长18.4%，增速有所减缓，但依然保持较强势头。受新进医保品种及个别产品提价的推动，以非布司他、艾瑞昔布及布托啡诺为代表的综合线产品持续实现快速增长，综合线实现39.4亿总收入，同比增长30%。制剂出口与2018年基本持平，实现6.3亿收入，略微下滑3%。2019年，公司计提股权激励费用1.9亿元，若剔除激励费用的影响，归母净利润同比增速为35.6%。
- **研发投入持续创新高，创新药2019年销售喜获丰收。**2019年公司研发投入39亿元，同比增长45.9%，占收入比例16.7%，总额与占比均创公司历史新高。2018-2019年是公司创新药获批重要年份，19K、吡咯替尼、白紫与PD-1四个重磅品种陆续获批上市；2019年，4个品种均取得了可观的销售收入，是公司肿瘤线以及整个收入增速加快的核心品种。2019年5月，公司最重磅品种PD-1单抗获批，并于7月份上市销售，短短5个月时间即取得突出的销售成绩。若包含白紫在内，我们预计2019年公司创新药销售收入超60亿元。多个重磅创新药III期临床持续推进，PD-L1、贝伐珠单抗、CDK4/6抑制剂等多重磅品种临床已进入III期；阿帕替尼与PD-1联合用药、SHR3680、SHR0302、SHR1459等产品获准在海外开展国际多中心临床试验。
- **盈利预测与投资建议**

预计2020-2022年归母净利润分别为70.2亿元/89.5亿元/110.5亿元，对应PE分别为58/45/37倍，“买入”评级。

风险提示

- 新药获批进度或低于预期，药品销售或低于预期，药品降价风险。

药明康德（603259）：核心业务百花齐放，利润持续高速增长

投资逻辑

- **核心业务百花齐放，同口径利润高速增长。** 1) 收入端：2019年中国区实验室服务收入64.7亿元（+26.6%），其中PROTAC药物发现平台收入增长90%。CDMO/CMO服务收入37.5亿元（+39.0%），主要源于品牌优势吸引新客户、临床前阶段项目向后期阶段转化、制剂与API产能释放。美国区实验室服务收入15.6亿元（+29.8%），主要由于细胞和基因治疗CDMO项目增加及向后期阶段推进、医疗器械检测服务签约率提高。临床CRO服务收入10.6亿元（+81.8%），剔除并购因素后的内生增长仍保持61.4%的高增速，主要得益于服务规模和能力提升、创新药合作订单增加。2) 毛利率：2019年销售毛利率约39.0%，同比下降0.5pp；Non-IFRS毛利率为40.6%，同比增长0.3pp。3) 期间费用率，2019年公司三项费用率合计约15.1%，同比下降0.7pp。4) 现金流：2019年公司经营性现金流净额为29.2亿元，同比增长77.8%
- **一体化平台加强客户转化，促进业务协同效应。** 2019年公司助力客户完成30个小分子创新药项目的IND申报，并获得23个项目的临床试验批件（CTA）；目前小分子CDMO/CMO服务所涉项目数近1000个；细胞和基因治疗CDMO项目31个。公司持续获得老客户新订单与发掘新客户，2019年91.2%的收入来源于原有客户，32.3%的客户使用多个业务部门提供的协同服务，收入规模约112.5亿元，占公司总收入的比重约87.4%；2019年公司新增客户超过1200家。公司贯彻“跟随药物分子发展阶段扩大服务”的策略，2019年CRO服务收入占比8%，CDMO服务收入占比29%，相较于2016年分别提升5pp、2pp。
- **医药研发服务需求旺盛，定增项目加码产能扩张。** 公司拟以非公开发行方式募资金不超过65.3亿元，用于合全药业的制剂开发及生产项目、全球研发中心及配套项目、常州合全新药生产和研发项目等5个工程项目的建设，以及上海药明研发平台的技术升级。本次产能扩充将进一步强化公司的全产业链服务能力，尤其是CDMO/CMO的服务能力。随着项目向商业化阶段转化以及公司产能逐步释放，预计CDMO/CMO业务收入增长有望再提速。

盈利预测与投资建议

- 预计2020-2022年归母净利润分别为23.5亿元/29.4亿元/36.4亿元，对应PE分别为66/53/43倍，“买入”评级。

风险提示

- 美国区实验室器械检测服务仍不达预期的风险；CMO新建管线产能过剩的风险；汇率波动的风险；外包服务行业增速或不及预期的风险。

长春高新（000661）：业绩符合预期，核心子公司增长强劲

投资逻辑

- **金赛延续高速增长态势，核心子公司符合预期。**2019年，公司实现营收73.7亿，同比增长37.2%，实现归母净利润17.7亿，同比增长76.4%，分季度来看：2019Q4实现营收19.3亿，同比增长56.2%，实现归母净利润5.3亿，同比增长218.4%。若不考虑并表，2019年四大核心子公司归母净利润同比增长76.6%：1）金赛药业：收入48.2亿元，同比增长51%；净利润19.8亿元，同比增长75%，超我们之前70%增速判断。根据我们草根调研，预计2019年公司新患增速超35%；2）百克生物：收入10亿元，同比下滑3.1%，净利润1.75元，同比下滑14.4%，但下滑幅度收窄，业绩符合我们预期。系狂犬疫苗停产和水痘疫苗2018年工艺提升影响，水痘疫苗上半年批签发略受影响，2019Q1-Q4水痘批签发量分别为51万支、162万支、271万支和231万支，批签发下半年逐步恢复，考虑到2020年鼻喷流感即将放量，2020年将显著增长；3）高新地产：收入9.4亿元，同比增长59%；净利润2.35亿元，同比增长216%，超市场预期；4）华康药业：收入5.8亿元，同比增长9.9%；净利润0.42亿元，同比增长35.6%。
- **生长激素业绩确定性强，其他重磅品种陆续推出。**1）生长激素：预计2019年国内生长激素市场规模超过50亿元，考虑到国内庞大的适用人群和目前较低的渗透率，目前仍处于爆发期，公司为国内生长激素行业龙头，将优先享受行业成长红利。2）即将放量的重磅品种：a）促卵泡素：新适应症获批，有望成为10亿量级重磅产品；b）流感疫苗独家鼻喷剂型获批，考虑疫情影响，2020年有望快速放量

盈利预测与投资建议

- 预计2020-2022年净利润分别为27.7/35.5/45.7亿元，对应PE分别为39倍/30倍/24倍，“买入”评级。

风险提示

- 新产品或无法放量的风险；药品招标降价的风险；再次发生类同2013年长沙事件的行业风险。

智飞生物（300122）：代理与自研齐增长，业绩有望继续爆发

投资逻辑

- **代理品种持续爆发，业绩维持高增长。**自2017年底代理的HPV疫苗上市后，代理业务逐渐成为公司主要收入和利润来源。代理业务仍将带动公司业绩高速增长。1) HPV疫苗：全球第二大重磅疫苗，目前国内仅进口上市，目前依旧处于供不应求的状态，我们认为未来3年HPV疫苗仍将呈爆发增长态势。2) 五价轮状病毒疫苗：为全球前十大疫苗之一，目前处于快速放量阶段。
- **自研产品逐步成长，盈利能力逐步提升。**在多联苗替代Hib单苗的趋势下，三联、四联和五联渗透率均有望达到10%-15%，三联苗为公司独家产品，预计可贡献超10亿元净利润。此外，公司还拥有15价肺炎疫苗和狂犬疫苗等多个在研重磅品种。公司现有研发基地2个，研发中心1个，自主在研项目20项，产品梯队储备丰富，自主研发实力不断增强。
- **业绩符合预期，核心品种持续快速放量：**分季度看，2019Q4公司实现营业收入29.2亿元，同比增长68.5%；实现归母净利润6.0亿元，同比增长66.0%，业绩基本符合预期。1) 批签发方面：9价HPV和4价HPV疫苗2019年批签发分别为332万支和485万支，五价轮状疫苗批签发为461万支，三联苗批签发为428万支。分品种销售来看：1) 代理品种方面，我们预计2019年HPV疫苗合计销售接近850万支，五价轮状销售接近350万支；2) 自产品种方面，我们预计三联苗预计全年约450万支。2020年，预计HPV疫苗销售有望达到1200万支，五价轮状有望接近600万支，三联苗预计销售150-200万支，其他自主产品有望贡献接近10亿收入。

盈利预测与投资建议

- 预计公司2019-2021年归母净利润分别为23.7亿元/33.7亿元/47.1亿元，对应PE分别为45倍/31倍/22倍，“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争格局加剧、自研疫苗上市速度或低于预期等风险、默沙东代理关系或取消的风险。

康泰生物（300601）：重磅产品储备最丰富的疫苗研发龙头

投资逻辑

- **长生疫苗事件阶段性告一段落，新疫苗管理法下行业剩者为王。**2019年2月2日，中央纪委国家监委发布《原国家食品药品监督管理局党组成员、副局长吴浈严重违纪违法被开除党籍》，同时发布《吉林长春长生公司问题疫苗案件相关责任人被严肃处理》，对长生疫苗事件中相关责任人的行政处罚阶段性重要总结。结合《国家药监局全面排查疫苗生产企业（除长生公司外所有其他疫苗生产企业）未发现影响疫苗质量安全问题》以及《中华人民共和国疫苗管理法（草案）》，疫苗行业仍为国家战略性行业，行业环境越来越好，以质量取胜的企业终将胜出。
- **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+对外合作已构建丰富的疫苗产品梯队。1）百白破-Hib四联苗：已上市，独家，10亿利润量级，正向五联苗、六联苗、七联苗等升级，峰值15-20亿利润量级；2）13价肺炎结合疫苗：国内进度第二，已纳入优先审评，100亿市场，占25%-30%份额，即有10-15亿利润量级；3）冻干人二倍体狂犬：国内进度第一，20%替代率，即有10-15亿利润量级；4）麻腮风-水痘：国内潜力第一，临床前，预计10-15亿净利润量级；5）EV71基因工程疫苗：产能国内第一，目前II期临床中，预计10亿净利润量级。

盈利预测与估值

- 暂不考虑核心品种提交，保守预计2020-2021年归母净利润为7.9亿元/14.5亿元，对应PE为95/52倍，维持“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。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn