

## 医药生物

# 再次强调制药装备高景气赛道，有望乘生物制药黄金期持续兑现

### 一、本周回顾与周专题：

本周申万医药指数上涨 2.61%，位列全行业第 7，跑赢沪深 300 指数和创业板指数。本周周专题，我们再次强调关注高景气度的制药装备行业，从需求端看：迎生物制药发展机遇期，下游生物制药企业扩产需求旺盛将拉动上游制药装备行业欣欣向荣；从供给端看：药机企业加速向“设备+工艺+模块化”转型升级，“进口替代+出海”将打开长期成长空间；我们预计药机企业中报表现亮眼，推荐东富龙，建议关注新华医疗、森松国际、楚天科技。

### 二、近期复盘：

继上周医药大幅调整以后，本周医药是反弹的一周。我们认为原因如下：上周我们讨论过，医药的大幅调整本质源于大板块之间的跷跷板效应，高估值成长性略拥挤的板块因为一些扰动心绪的“原因”被其他大热点板块整体抽水，CDE 最新指导原则成了 CXO 暴跌的最大诱导原因，作为医药高景气细分子板块，CXO 的整体剧烈调整，带动了整个医药板块的短期调整。像其他医药热点板块如医疗服务，也出现了一定的幅度的非基本面因素回调，我们认为核心还是贵和市场配置拥挤度较高，并不是基本面原因，因此，我们前面判断不会形成趋势性下跌，急跌反而是释放风险情绪最快的方式，未来医药大概率会走出慢牛快熊的形式。本周的走势验证了我们上周的判断。中报季，医药作为成长性板块，我们判定还是会持续表现，建议重点关注。

本周我们有七个重点观察：第一，中报业绩还是很关键，个别公司已经开始体现，但是相较于一季报，更为挑剔，制药装备值得关注，其中一个重要原因也是中报的持续高爆发；第二，CXO 开始反弹，但是分化已经显现，市场对于 CXO 识别度在经历巨大波动后开始深度识别，基本符合我们下半年 CXO 差异化投资的大的判断；第三，医疗服务也出现了不小幅度的回调，但开始企稳，其没有大的基本面原因，下半年还是值得期待；第四，器械板块一些特色赛道表现不错，如制药装备，后面政策免疫的特色器械细分赛道会是未来很长一段时间不错的选择；第五，血制品整体表现不错，其本质原因还是位置比较低，进口批签发较差叠加浆站扩张预期就起来一波，后续还待观察；第六，广东集采落地，生长激素不在里面，不确定性初步消除，预计安科、高新会有一波表现；第七，医药主题也有演绎，如合成尼古丁相关的金城和润都等。

### 三、板块观点：

从几年维度思考，如果过去 3-4 年医药投资更重视“选好主线赛道的头部公司后享受估值扩张”，那么今年要更重视“主线赛道标的性价比”，虽然都是结构性机会，但其表达不同。基于对今年宏观环境的判断，我们对于今年的医药相对优势还是持乐观态度，核心和非核心均有机会，只是结构性强弱不同，考虑核心资产流动性溢出效应，今年要重视中小市值。

中短期来看，今年医药的配置其实受宏观因素影响比较大，七月波动会比较大，虽然我们判断医药下半年还是有相对比较优势，但考虑到面对当下市场环境对成长股的影响及医药各类资产的估值情况，我们还是建议结合中报精选个股为主，下半年，我们建议寻求机会的重要方向：二三线医疗服务、供给侧持续加码的特色新器械、回归行业本质逻辑的疫苗和疫苗产业链、CXO 差异化选股等。

### 1、为什么我们对医药行业尤其是优质一二线核心资产保持 10 年维度的乐观？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在，医药核心资产及二线资产的行情并没有结束。

(1) GDP 处于增速下行阶段，经济结构持续调整，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。另外我国进入人口结构调整重要时期，医药长期受益。市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更低，持续超越历史估值溢价率。

(2) 政策（供给侧改革和支付端变革）诱导的淘汰赛带来的医药优质资产荒依然在持续，各路长线资金入市、居民资产权益化依然是长趋势，医药核心资产高估值溢价只会波动不会消失。

### 2、继续抱团还是选择优质二线？

(1) 医药与其他行业不一样，很多其他行业已经进入了相对稳态的竞争期，龙头和非龙头差距巨大，但医药行业细分领域非常多且增速特别快，企业大部分都处于成长早期，这个时候很多企业还不是真正意义上的龙头，但都具备成为未来龙头的潜质和可能性。因此，医药本质上是一线赛道和二线赛道、一线龙头和二线龙头都有机会的行业。

(2) 今年医药投资受宏观环境影响较大，注意把握节奏，今年看来整体都强，但“中小”强于“大”。

### 3、配置思路：近期重点关注基于中报业绩预期差、继续推荐政策免疫优质个股。下半年秉承“前小后大”思路进行配置：

第一，“前小”：(1) CXO：博腾股份、九洲药业；(2) 疫苗产业链：东富龙（制药装备）、智飞生物、万泰生物、康泰生物；(3) 服务：三星医疗、国际医学、盈康生命；(4) 消费类：安科生物及长春高新（生长激素）、太极集团（品牌中药）、昊海生科及兴齐眼药（眼科医美）；(5) 创新大单品：前沿生物、南新制药；(6) 注射剂国际化：健友股份、普利制药。

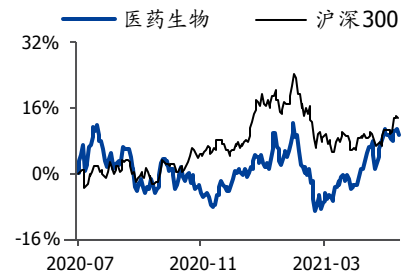
第二，“后大”：(1) CXO：康龙化成、凯莱英、药明康德、泰格医药；(2) 服务：爱尔眼科、通策医疗；(3) 器械：迈瑞医疗、恒瑞医药；(4) 消费：长春高新、片仔癀、云南白药、同仁堂。

第三，其他长期跟踪看好标的：诺禾致源、信邦制药、伟思医疗、康希诺、昭衍新药、博瑞医药、药石科技、君实生物、东诚药业、艾德生物、安科生物、英科医疗、金城医学、安图生物、科伦药业、康华生物、丽珠集团、贝达药业、信立泰、恩华药业、中国生物制药、我武生物、乐普医疗、九州通、派林生物、益丰药房、老百姓、大参林、一心堂、健康元、司太立、洁特生物、康德莱等。

风险提示：1) 负向政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

研究助理 杨芳

邮箱：yangfang@gszq.com

### 相关研究

- 1、《医药生物：创新药周报：丽珠集团 V-01 新冠疫苗中和抗体滴度高，保护力持久》2021-07-11
- 2、《医药生物：CDE 最新指导原则对 CXO 影响几何& CXO 中报前瞻》2021-07-11
- 3、《康复赛道行业深度之一：老龄化加速需求觉醒，康复服务迎来黄金发展期》2021-07-05

## 内容目录

1、医药核心观点	4
1.1 周观点	4
1.2 投资策略及思考	6
1.3 再次强调制药装备高景气赛道，有望乘生物制药黄金期持续兑现	8
1.3.1 需求端：迎生物制药发展机遇期，下游扩产需求旺盛	8
1.3.2 供给端：“设备+工艺+模块化”转型升级，“进口替代+出海”打开长期成长空间	9
1.3.3 报表端：预计中报表现亮眼，推荐东富龙，建议关注新华医疗、森松国际、楚天科技	16
2、本周行业重点事件&政策回顾	18
3、行情回顾与医药热度跟踪	19
3.1 医药行业行情回顾	19
3.2 医药行业热度追踪	22
3.3 医药板块个股行情回顾	23
4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新	25
5、风险提示	28

## 图表目录

图表 1: 2015-2023E 全球及中国生物药市场规模	8
图表 2: 2018 年按类别划分的全球生物制药市场明细	8
图表 3: 2014-2023E 中国单克隆抗体药物市场规模	8
图表 4: 2014-2030E 全球及中国疫苗市场规模	8
图表 5: 全球大分子 CDMO 和小分子 CDMO 的市场规模与增速	9
图表 6: 中国大分子 CDMO 和小分子 CDMO 的市场规模与增速	9
图表 7: 东富龙的业务模式加速升级转型	9
图表 8: 新华医疗旗下英德生物业务模式加速升级转型	9
图表 9: 森松国际的业务模式加速升级转型	10
图表 10: 楚天科技的业务模式加速升级转型	10
图表 11: 东富龙从药机向“药机+医疗+食品”加速拓展产品线	10
图表 12: 2011-2020 年东富龙销售收入分产品线拆分情况	11
图表 13: 2020 年东富龙多产品线多点开花	11
图表 14: 新华医疗下设五家药机子公司，涵盖生物制药/固体制剂/中药及食品等业务领域	11
图表 15: 新华医疗旗下英德生物提供的主要产品服务	12
图表 16: 新华医疗旗下英德生物提供的整体解决方案	12
图表 17: 森松国际制药板块产品涵盖生物制药/固体制剂/原料药设备及系统	13
图表 18: 楚天科技下辖多家子公司从事制药装备业务	13
图表 19: 楚天科技制药装备产品举例	14
图表 20: 生物反应器的分类	15
图表 21: 生物制药原液端涉及的主要耗材种类	15
图表 22: 东富龙和楚天科技预收账款金额创历史新高	16
图表 23: 东富龙和楚天科技存货持续增加	16
图表 24: 四大药机领先企业财务数据一览	17
图表 25: 东富龙订单式生产流程图	17
图表 26: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比	19

图表 27: 2021 年以来申万医药指数 VS.沪深 300 指数 VS.创业板指数走势对比(%).....	19
图表 28: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)	20
图表 29: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2021 年初至今, %)	21
图表 30: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)	21
图表 31: 申万医药各子行业 2021 年初至今涨跌幅变化图 (%)	22
图表 32: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs.全部 A 股-剔除银行)	22
图表 33: 2013 年以来申万医药行业成交额以及市场中占比的走势变化	23
图表 34: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股	23
图表 35: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股	24
图表 36: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况	25

## 1、医药核心观点

### 1.1 周观点

#### 本周回顾与周专题：

本周申万医药指数上涨 2.61%，位列全行业第 7，跑赢沪深 300 指数和创业板指数。本周周专题，我们再次强调关注高景气度的制药装备行业，从需求端看：迎生物制药发展机遇期，下游生物制药企业扩产需求旺盛将拉动上游制药装备行业欣欣向荣；从供给端看：药机企业加速向“设备+工艺+模块化”转型升级，“进口替代+出海”将打开长期成长空间；我们预计药机企业中报表现亮眼，推荐东富龙，建议关注新华医疗、森松国际、楚天科技。

#### 近期复盘：

继上周医药大幅调整以后，本周医药是反弹的一周。我们认为原因如下：上周我们讨论过，医药的大幅调整本质源于大板块之间的跷跷板效应，高估值成长性略显拥挤的板块因为一些扰动心绪的“原因”被其他大热点板块整体抽水，CDE 最新指导原则成了 CXO 暴跌的最大诱导原因，作为医药高景气细分子板块，CXO 的整体剧烈调整，带动了整个医药板块的短期调整。像其他医药热点板块如医疗服务，也出现了一定的幅度的非基本面因素回调，我们认为核心还是贵和市场配置拥挤度较高，并不是基本面原因，因此，我们前面判断不会形成趋势性下跌，急跌反倒是释放风险情绪最快的方式，未来医药大概率会走出慢牛快熊的形式。本周的走势验证了我们上周的判断。中报季，医药作为成长性板块，我们判定还是会持续表现，建议重点关注。

本周我们有七个重点观察：第一，中报业绩还是很关键，个别公司已经开始体现，但是相较于一季报，更为挑剔，制药装备值得关注，其一个重要原因也是中报的持续高爆发；第二，CXO 开始反弹，但是分化已经显现，市场对于 CXO 识别度在经历巨大波动后开始深度识别，基本符合我们下半年 CXO 差异化投资的大的判断；第三，医疗服务也出现了不小幅度的回调，但开始企稳，其没有大的基本面原因，下半年还是值得期待；第四，器械板块一些特色赛道表现不错，如制药装备，后面政策免疫的特色器械细分赛道会是未来很长一段时间的不错的选择；第五，血制品整体表现不错，其本质原因还是位置比较低，进口批签发较差叠加浆站扩张预期就起来一波，后续还待观察；第六，广东集采落地，生长激素不在里面，不确定性初步消除，预计安科、高新会有一波表现；第七，医药主题也有演绎，如合成尼古丁相关的金城和润都等。

#### 板块观点：

从几年维度思考，如果过去 3-4 年医药投资更重视“选好主线赛道的头部公司后享受估值扩张”，那么今年要更重视“主线赛道标的性价比”，虽然都是结构性机会，但其表达不同。基于对今年宏观环境的判断，我们对于今年的医药相对优势还是持乐观态度，核心和非核心均有机会，只是结构性强弱不同，考虑核心资产流动性溢出效应，今年要重视中小市值。

中短期来看，今年医药的配置其实受宏观因素影响比较大，七月波动会比较大，虽然我们判断医药下半年还是会有相对比较优势，但考虑到面对当下市场环境对成长股的影响及医药各类资产的估值情况，我们还是建议结合中报精选个股为主，下半年，我们建议寻求机会的重要方向：二三线医疗服务、供给侧持续加码的特色新器械、回归行业本质逻辑的疫苗和疫苗产业链、CXO 差异化选股等。

#### **1、为什么我们对医药行业尤其是优质一二线核心资产保持 10 年维度的乐观？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在，医药核心资产及二线资产的行情并没有结束。**

(1) GDP 处于增速下行阶段，经济结构持续调整，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。另外我国进入人口结构调整重要时期，医药长期受益。市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高，持续超越历史估值溢价率。

(2) 政策（供给侧改革和支付端变革）诱导的淘汰赛带来的医药优质资产荒依然在持续，各路长线资金入市、居民资产权益化依然是长趋势，医药核心资产高估值溢价只会波动不会消失。

## **2、继续抱团还是选择优质二线？**

(1) 医药与其他行业不一样，很多其他行业已经进入了相对稳态的竞争期，龙头和非龙头差距巨大，但医药行业细分领域非常多且增速特别快，企业大部分都处于成长早期，这个时候很多企业还不是真正意义上的龙头，但都具备成为未来龙头的潜质和可能性。因此，医药本质上是一线赛道和二线赛道、一线龙头和二线龙头都有机会的行业。

(2) 今年医药投资受宏观环境影响较大，注意把握节奏，今年看来整体都强，但“中小”强于“大”。

## **3、配置思路：近期重点关注基于中报业绩预期差、继续推荐政策免疫优质个股。下半年秉承“前小后大”思路进行配置：**

**第一，“前小”：**(1) CXO：博腾股份、九洲药业；(2) 疫苗产业链：东富龙（制药装备）、智飞生物、万泰生物、康泰生物；(3) 服务：三星医疗、国际医学、盈康生命；(4) 消费类：安科生物及长春高新（生长激素）、太极集团（品牌中药）、昊海生科及兴齐眼药（眼科医美）；(5) 创新大单品：前沿生物、南新制药；(6) 注射剂国际化：健友股份、普利制药。

**第二，“后大”：**(1) CXO：康龙化成、凯莱英、药明康德、泰格医药；(2) 服务：爱尔眼科、通策医疗；(3) 药械：迈瑞医疗、恒瑞医药；(4) 消费：长春高新、片仔癀、云南白药、同仁堂。

**第三，其他长期跟踪看好标的：**诺禾致源、信邦制药、伟思医疗、康希诺、昭衍新药、博瑞医药、药石科技、君实生物、东诚药业、艾德生物、安科生物、英科医疗、金域医学、安图生物、科伦药业、康华生物、丽珠集团、贝达药业、信立泰、恩华药业、中国生物制药、我武生物、乐普医疗、九州通、派林生物、益丰药房、老百姓、大参林、一心堂、健康元、司太立、洁特生物、康德莱等。



## 1.2 投资策略及思考

不管短期中期还是长期，大的原则，还是要尽量规避政策扰动，从政策免疫角度去选择。

中短期观点请参照前文，再从中长期来看，什么样的领域能走出10年10倍股？我们认为有以下四大长期主线，另医药行业百花齐放，特色细分领域同样有可能走出牛股，但我们只看相对龙头（5+X）：

### （1）医药科技创新：创新是永恒的主线，医药已经迎来创新时代

- **创新服务商**：比较重点的是 CRO/CDMO 板块，创新药受政策鼓励，而创新服务商最为受益，前置创新药获批出业绩，我们推荐重点关注凯莱英、药明康德、泰格医药、昭衍新药、康龙化成、睿智医药、药石科技、艾德生物、博腾股份、九洲药业、美迪西、维亚生物、方达控股等；
- **创新药**：部分企业已经陆续进入到收获期，推荐重点关注恒瑞医药、中国生物制药、翰森制药、丽珠集团、康弘药业、科伦药业、复星医药、海思科、信立泰、冠昊生物等传统转型药企，以及贝达药业、信达生物、君实生物、百济神州、复宏汉霖、再鼎医药、南新制药、荣昌生物、康方生物、泽璟制药、微芯生物、康宁杰瑞等 biotech 企业；
- **创新疫苗**：创新疫苗大品种大时代已经来临，推荐重点关注智飞生物、沃森生物、康泰生物、万泰生物、康华生物、康希诺生物等。
- **创新&特色头部器械耗材**：推荐重点关注迈瑞医疗、微创医疗、乐普医疗、威高股份、心脉医疗、启明医疗、南微医学、天智航、健帆生物等。
- **创新技术**：重点推荐关注基因检测如诺禾致源等。

### （2）医药扬帆出海：扬帆出海是国内政策承压后企业长期发展的不错选择

- **药品国际化**：重点推荐关注注射剂国际化（健友股份、普利制药等）、创新国际化（恒瑞医药、贝达药业、康弘药业、信达生物、百济神州、再鼎医药等）、专利挑战和特殊剂型国际化（华海药业等）
- **其他中国制造国际化**：重点推荐关注手套（英科医疗）、药机（东富龙、楚天科技）

### （3）医药健康消费：健康消费是最清晰最确定的超长周期成长逻辑

- **品牌中药消费**：推荐重点关注片仔癀、云南白药、同仁堂、东阿阿胶、华润三九等；
- **眼科**：推荐重点关注爱尔眼科、兴齐眼药、昊海生科、爱博医疗、欧普康视、光正眼科等；
- **医美**：推荐重点关注爱美客、华熙生物、朗姿股份等；
- **儿科相关**：推荐重点关注我武生物、长春高新、安科生物等。

### （4）医药品牌连锁：品牌构筑护城河，连锁造就长期成长能力

- **药店**：推荐重点关注益丰药房、老百姓、一心堂、大参林、国药一致等；
- **特色专科连锁医疗服务**：推荐重点关注爱尔眼科、美年健康、通策医疗、锦欣生殖、光正眼科等；其他品牌单体医疗服务，如国际医学等。
- **第三方检验服务商**：推荐重点关注金域医学、迪安诊断等。

### （5）医药互联互通：信息化时代，医药的长期发展趋势

- **互联网医疗**：推荐重点关注京东健康、阿里健康、平安好医生、九州通等；
- **医疗信息化**：推荐重点关注卫宁健康、创业慧康等。

**(6) X (其他特色细分龙头):**

- **IVD:** 新产业、安图生物、迈克生物、万孚生物、艾德生物等;
- **原辅包材:** 山河药辅、山东药玻、浙江医药、新和成、司太立、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、奥翔药业、博瑞医药等;
- **血制品:** 华兰生物、博雅生物、天坛生物、双林生物等;
- **特色专科药:** 恩华药业、人福医药、华润双鹤、通化东宝、健康元、东诚药业、北陆药业、京新药业等;
- **流通:** 上海医药、九州通、柳药股份、国药股份等;
- **其他特色:** 伟思医疗、华北制药、太极集团等。

### 1.3 再次强调制药装备高景气赛道，有望乘生物制药黄金期持续兑现

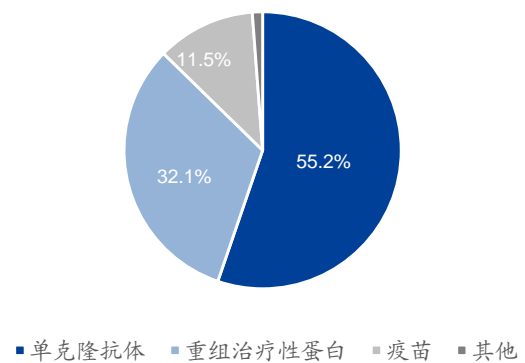
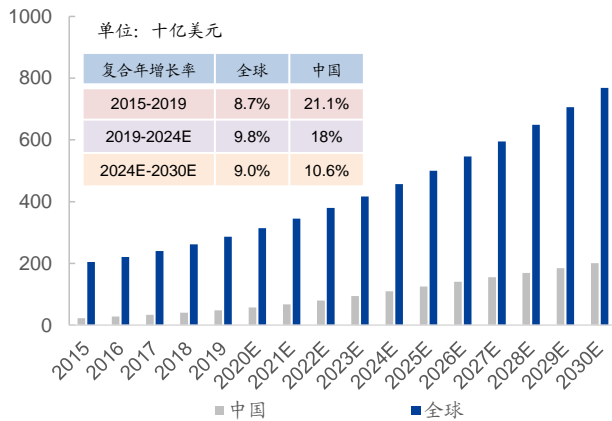
#### 1.3.1 需求端：迎生物制药发展机遇期，下游扩产需求旺盛

全球生物制药产业蓬勃发展，中国生物制药产业如日初升，国产制药装备行业迎来发展机遇期。制药装备行业的需求集中于下游制药业，其发展情况和下游医药制造业的发展速度及市场容量密切相关。全球生物制药市场景气度持续向上，中国生物制药市场快速扩容，呈现高速增长态势。目前，全国已有多款已上市生物类似药和生物创新药，多个品种处于临床研发中，未来市场潜力巨大。

全球单抗占据生物制剂一半以上份额，是生物制剂最大的子领域。根据 Frost & Sullivan 的统计，2018 年全球生物制药各细分领域中，单抗、重组蛋白、疫苗分别占据 55.2%、32.1%、11.5% 市场份额，单抗占比位居第一。单抗可用于治疗肿瘤、自免、神经科及眼科等多种疾病，应用领域广泛，在生物制剂中占比高达一半以上。

图表 1: 2015-2023E 全球及中国生物药市场规模

图表 2: 2018 年按类别划分的全球生物制药市场明细

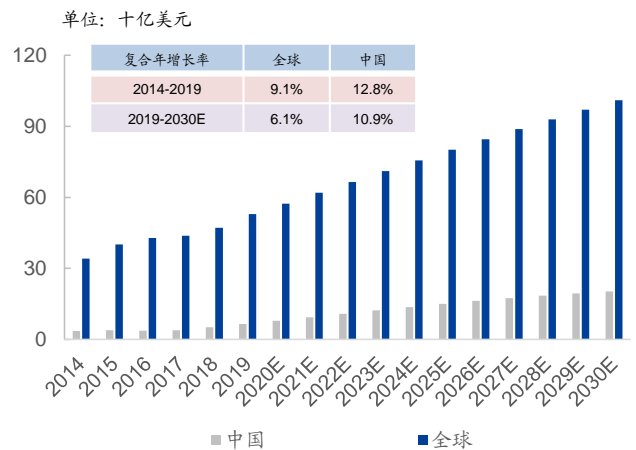
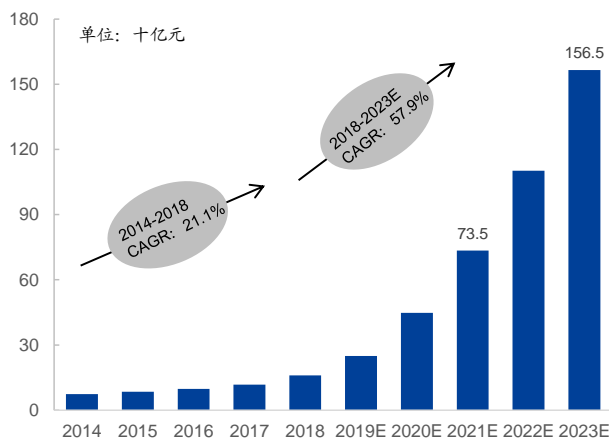


资料来源: Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

资料来源: Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

图表 3: 2014-2023E 中国单克隆抗体药物市场规模

图表 4: 2014-2030E 全球及中国疫苗市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

资料来源: Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

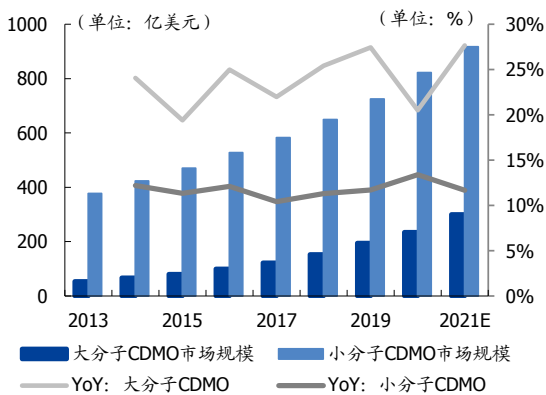
我国单抗药物处于发展初期，对标全球具备较大增长空间。2018 年我国单抗药物仅占生物制剂市场约 6% 份额，而同年全球水平为 55%。我国单抗药物增长潜力十足。根据 Frost & Sullivan，随着更多单抗纳入国家医保目录，中国单抗销售收入预计在 2023 年将达到 1565 亿元，占据中国生物药市约 25% 市场份额，2018-2023 年的 CAGR 高达 57.9%。基于庞大的人口基数及健康意识提升等因素，我国疫苗市场空间广阔。我国疫苗市场发展成熟度不及欧美，一类苗主要集中于国企背景的“中生集团”，二类消费苗民营企业参与较多。根据 Frost & Sullivan，中国疫苗市场 2019 年销售额约 65 亿美元，预计在 2030



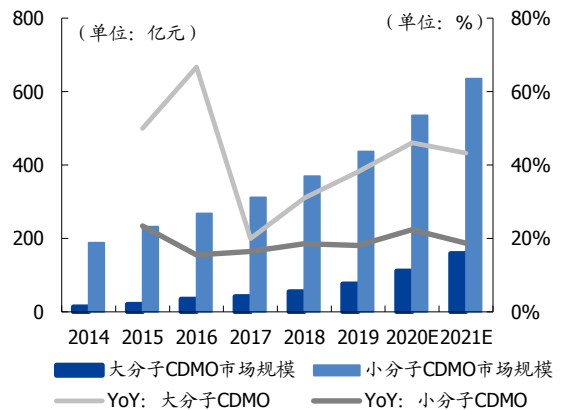
年将达到200亿美元，2019-2030年的CAGR为10.9%。我们认为受新冠疫情的影响，中国疫苗行业近年来有望迎来大爆发，复合增速有望远高于Frost & Sullivan的预测。**生物药领域CDMO的快速发展拉动上游制药设备行业持续高景气。**2019年全球CDMO市场规模达920亿美元，其中大分子CDMO占比约20%，占比较低但增速显著高于小分子CDMO。我们认为，全球CDMO行业景气度未来有望进一步提升，带动上游制药装备行业欣欣向荣。

**中国CDMO行业处于成长期，增速显著高于全球CDMO行业。**2019年，我国小分子CDMO市场规模达437亿元，增速达18%，增速显著高于全球小分子CDMO市场，国内小分子CDMO的龙头企业包括合全药业、凯莱英、博腾股份和九州药业。我国大分子CDMO市场处于起步阶段，2019年市场规模达76亿元，2015-2019年复合增长率超过40%。一方面在于我国CDMO企业成本优势十分明显，全球CDMO市场份额向国内转移现象明显；另一方面是国内创新浪潮驱动外包服务市场扩容，恒瑞制药、君实生物、百济神州、再鼎医药等创新药企业近年来不断推陈出新，产业链上下游的合作愈发密切，带动整个医药外包行业不断提质升级。

图表5: 全球大分子CDMO和小分子CDMO的市场规模与增速



图表6: 中国大分子CDMO和小分子CDMO的市场规模与增速



资料来源: Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

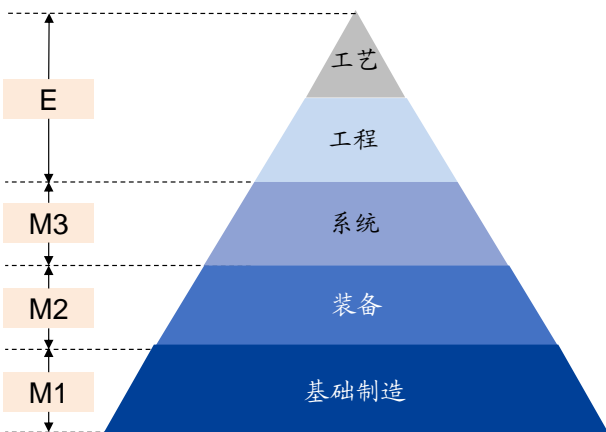
资料来源: Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

### 1.3.2 供给端：“设备+工艺+模块化”转型升级，“进口替代+出海”打开长期成长空间

本小节我们将通过分析四家制药装备领先企业：东富龙、新华医疗、森松国际和楚天科技探讨制药装备企业业务转型变化及未来增长动能。

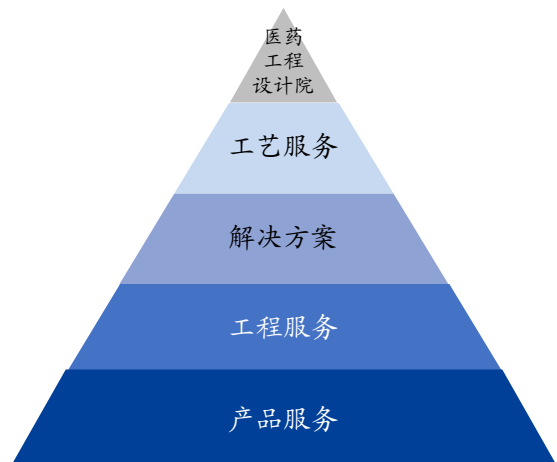
**观点1: 从“传统单机”走向“工艺设计+系统工程+模块化”是制药装备企业转型升级的必由之路。**

图表7: 东富龙的业务模式加速升级转型



资料来源: 东富龙公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 新华医疗旗下英德生物业务模式加速升级转型



资料来源: 英德生物官网, 国盛证券研究所

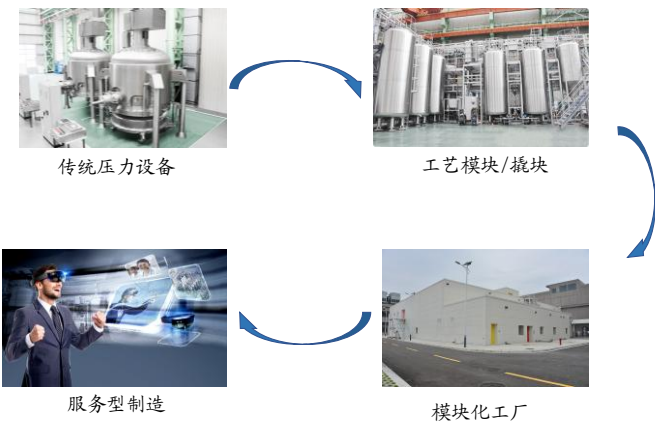
东富龙以冻干机单机起家，之后向冻干产业链上下游纵向延伸，逐步转型升级为可向客户提供冻干机系统工程一体化解决方案、制药工艺服务等。从基础制造（M）走向“设备+工艺（M+E）<sup>AI</sup>”、“设备+耗材（M+C）<sup>AI</sup>”。

英德生物是新华医疗旗下主营生物制药装备的子公司，公司可提供从产品——系统工程——解决方案的一站式服务，解决方案涉及四大领域“血制品、人用疫苗、兽用疫苗、基因重组/单抗药物”。公司成立了医药工程设计院主要为客户提供定制化方案设计、厂房规划、投资估算等，产业链不断完善。

森松国际的发展战略经历了“压力容器——核心压力容器——模块——极致模块化（模块化工程&工艺模块）——服务型制造”的历程，公司于2011年收购瑞典法玛度，重点深耕医药领域，目前主要提供模块化工厂，产品主要包括大型不锈钢反应器/发酵罐。近年来，森松模块化厂房的业务呈现快速增长的趋势。国内集采政策要求制药企业能快速的扩大产能，森松模块化厂房由于是并行施工，在整体交期可控方面有明显优势。

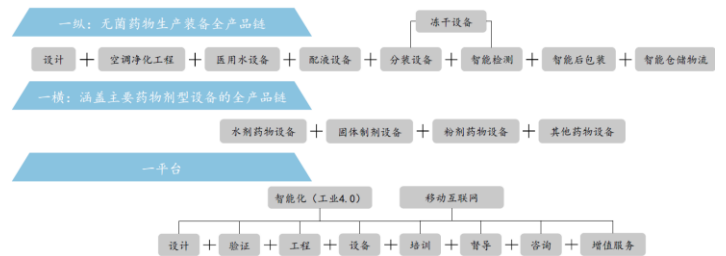
楚天科技以“制药用水”起家，坚持“一横一纵一平台”的发展战略，向无菌药物生产装备全产业链延伸，业务覆盖从设计——智能物流运输系统一体化解决方案，产品线不断转型升级，赋能长期成长。

图表 9: 森松国际的业务模式加速升级转型



资料来源：森松国际招股书，国盛证券研究所

图表 10: 楚天科技的业务模式加速升级转型



资料来源：楚天科技公司公告，国盛证券研究所

**观点 2: 从优势领域向制药装备多领域横向拓展延伸是制药装备企业打开成长空间的有效手段。**

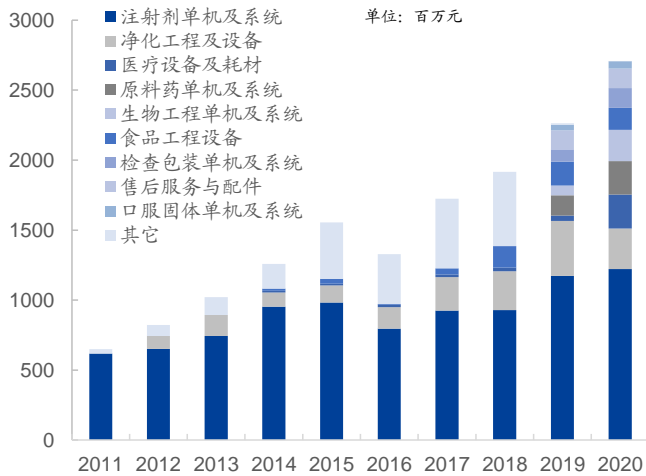
东富龙以冻干机系统为核心产业支点，持续丰富产品布局，目前业务涵盖制药设备、医疗技术与科技、食品工程三大板块。公司以无菌冻干机起家，已由单一的无菌注射剂企业逐渐成长为多条腿走路，供应核心制药设备的全球性、综合性制造装备服务商。

图表 11: 东富龙从药机向“药机+医疗+食品”加速拓展产品线

Tofflon Phama 制药领域					Tofflon Medical 医疗领域		Tofflon Food 食品工程
生物工程	注射剂	原料药	固体制剂	检查包装	细胞药物	精准医疗	食品工程
培养/发酵 冻融 层析、超滤生物 配液 灭活	配制系统 灌装 (西林/安瓿/BFS/PFS) 冻干系统 隔离系统	精干包 三合一 大发酵 中药	称配 制粒 干燥 总混 物料转运 WIPSIP	灯检 检漏 装箱/装箱 电子监管码 码球	医疗装备 医用包材 耗材	典范医疗 伯豪生物 上海建中	高附加值食 品装备 食品发酵
智能工程				工程设计、项目管理、验证			
信息化				LIMS、MES、WMS、CVS			
净化工程				净化设备、机电安装、制水系统、洁净管道、自控			
药物制造科学				Medical Manufacturing Science			

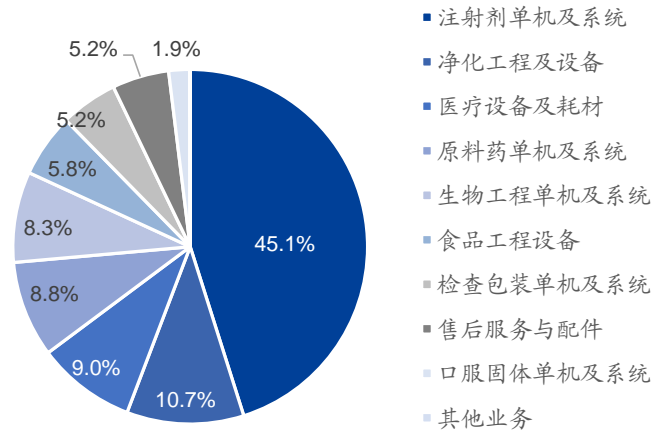
资料来源：东富龙公司公告，国盛证券研究所

图表 12: 2011-2020 年东富龙销售收入分产品线拆分情况



资料来源: 东富龙公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 2020 年东富龙多产品线多点开花



资料来源: 东富龙公司公告, 国盛证券研究所

新华医疗制药装备板块下辖五家子公司, 分别是: 英德生物、新马药机、上海远跃、苏州浙远和上海盛本, 其中, 英德生物主要从事生物制药相关设备的研发、生产及销售。从产品线角度看: 成都英德生物可提供卫生级容器、磁力搅拌系统(包括上磁力搅拌、下磁力搅拌)、模块化工艺系统和生物反应器(包括实验室级、中试级、生产级)等产品; 从应用领域解决方案看: 在血制品、人用疫苗、兽用疫苗和基因工程/单抗药物成都英德生物均可提供系统化解决方案, 且已拥有多项成功应用案例。

图表 14: 新华医疗下设五家药机子公司, 涵盖生物制药/固体制剂/中药及食品等业务领域

子公司名称	成立时间	收购时间	新华医疗持股比例	业务涵盖领域	主要产品	主要客户	应用案例
英德生物	2008-05-28	2015-10-30	87.3301%	医药工程设计及咨询服务; 高标准卫生级容器及模块化工艺装备的研发、设计、制造及验证; 制药工程建设及验证	工艺研发服务、自动化控制&制药水系统工程服务、卫生级容器、磁力搅拌系统、生物反应器(实验室级、中试级、生产级)、模块化工艺系统、整体解决方案(血液制品、人用疫苗、动物疫苗、基因重组)	美药星、国药集团、中国生物、武汉生物、天坛生物、复兴医药、康希诺等	美药星车间及公用工程项目、在研的血液制品、人用疫苗、动物疫苗、基因重组项目(客户不明)等
新马药机	2003-07-17	2019-12-20	20%	固体制剂设备、自动化及信息化的固体制剂整体解决方案	胶囊填充机、压片机、包衣机、制粒装备、客户定制化产品(液体/片剂充填胶囊机、包芯片压片机、低湿/控湿包衣机/夹套保温湿法制粒机、低湿/控湿流化床)、辅助配件	齐鲁、恒瑞、桂林三金、华东医药、修正药业、东阳光、常州四药、青峰医药、赛诺菲、正大天晴、石药等	江苏恒瑞200kg生产整包线、成都圣迪300kg制粒线、澳大利亚MAYNE 200kg制粒线等
上海远跃	2002-11-01	2002-11-01	90%	生产加工制药机械、轻工机械、食品机械、阀门及管道配件, 机械设备安装调试, 从事货物及技术的进出口业务	无菌容器成套设备(细胞培养无菌搅拌桨&取样阀&发酵罐等)、罐体附件&阀门管件、自动化中药提取生产线、中药提取成套设备(渗漉罐、浓缩一体机、提取罐等)、整体解决方案(发酵系统、中药配方颗粒、中药提取)	扬子江药业、千金药业、上海华宝、步长集团、上药集团、海利生物、鲁南制药、浙江科峰、广州康美、广东罗浮山等	中药提取成套设备工程、生物发酵项目工程、制剂配料项目工程、工业自动化项目工程等
苏州浙远	2011-10-13	\	72% (上海远跃持股80%)	弱电系统、自动化控制系统工程的设计、研发、销售、工程实施及机电设备安装; 仪表、阀门及软件销售	制药数字化工程(中药、化药/原料药、生物发酵、食品、饮料、酿酒智能化EPC)、验证生命周期服务、项目联合申报服务	九芝堂、雅安药业、石药、上海和黄、天圣制药、吉林四长、步长制药、东阿阿胶、修正集团、重庆太极、海普瑞药业、岐黄药业、广东逸舒等	江苏康缘药业年产1500吨植物提取车间数字化控制项目、上海和黄药业新建项目提取车间自动化控制系统等
上海盛本	2009-01-09	2009-01-09	60%	聚丙烯塑料薄膜、聚乙烯塑料薄膜生产销售; 化工产品、塑料制品、机械设备及配件批发零售; 塑料薄膜应用技术研发、服务	包装材料(聚丙烯塑料薄膜、聚乙烯塑料薄膜)	\	\

资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

图表 15: 新华医疗旗下英德生物提供的主要产品服务

产品类别	产品名称	结构参数	应用领域	产品优势
卫生级容器	高标准卫生级容器	容积: 5-100000L 换热方式: 半管夹套 材质选择: 316L、304、钛材 (TA2) 双相不锈钢 (S22053) 304/316不锈钢+喷涂聚四氟乙烯防腐材料	应用于反应罐、配制、培养罐、储罐、纯化水/注射用水、灭活罐、融浆罐、移动罐、特种材料	完全支持CPSP,满足清洗验证; 采用低温真空保温技术,维护便捷。重量轻,导热系数低,保温效果好,性能稳定; 保温材料无毒无味,不燃,具有吸音性能。保温层经过气密性检测,具有呼吸口,安全可靠
磁力搅拌系统	上磁力搅拌	适配容器容积在10-3000L 搅拌转速在0-800rpm	适用于20L至10000L高标准的生物反应器和生物制药罐群的搅拌、主要应用于配液、发酵、细胞培养	磁路及结构的巧妙设计、生物高分子聚合物复合材料陶瓷轴承的球体运动中的滚动摩擦最小 轴承配置使轴系的轴向力和径向力合理的分摊
	下磁力搅拌	适配容器容积在10-3000L 搅拌转速在0-350rpm	适用于10L-20000L高标准的生物反应器和生物制药罐群的搅拌、主要应用于配液及细胞培养	结构简单,易拆卸,易清洗,无死角;可在线CIP/SIP 可承受短时的干运转,无磨损、低液位搅拌同等转速情况下,搅拌效率更高,液面端流程度更强
模块化工艺系统	模块化工艺系统	\	血液制品(融浆系统、冷沉淀系统、PCC吸附系统等) 人用疫苗(发酵系统、生物反应器、层析系统等) 动物疫苗(发酵系统、生物反应器、层析系统等) 基因重组(发酵系统、生物反应器、层析系统等)	满足技术要求、工艺要求、卫生要求、安全要求、环境要求、自动化要求; 符合《药品生产质量管理规范》、GB150-2011、ASME BPE 2016标准等
生物反应器	实验室级	培养体积范围 50ml-20L	破伤风发酵生物反应器、流脑发酵生物反应器、肺炎发酵生物反应器、大肠杆菌&毕赤酵母发酵生物反应器、布氏杆菌发酵生物反应器、百日咳发酵生物反应器、白喉发酵生物反应器、Vero细胞生物反应器、SF9昆虫细胞生物反应器、CHO细胞生物反应器、BHK21细胞生物反应器	立式三层不锈钢罐体 具备在线CIP/SIP等先进功能 定制化产品、适配特定的培养工艺需求 先进的工业级设计、强大的控制系统
	中试级	体积范围标准化(8L-1000L) &定制化		
	生产级	依据工艺进行定制化的适配升级定制		

资料来源: 英德生物官网, 国盛证券研究所

图表 16: 新华医疗旗下英德生物提供的整体解决方案

解决方案类别	工艺核心设备	工艺特点	典型案例
血液制品	血浆物流系统、融浆系统、集中配液系统、超滤系统、灭活系统、蛋白分离系统	设计(集中配液、洗衣、称量;管路最短化;独立血浆原料提取区;全自动模块化系统) 自动物流(血浆挑浆、预融物流系统;自动进出料灭活系统;辅料、成品自动转运系统) 节能减排(冰蓄冷、乙二醇蓄冷、太阳能发电;分类排放处理;物料生产模块化)	某血浆制品车间总包; 项目建筑三层:(一层外包车间&机房、二层主制品车间&分装车间、三层小制品车间&分装车间&融浆区&集中配液区) 服务内容:项目工艺设计&整体布局→施工图&3D设计→核心工艺装备→工程安装→自动化控制→WHO验证→调试&培训&售后
人用疫苗	细菌发酵系统、细胞培养系统、培养基配制系统、配液系统、灭活/脱毒系统、超滤/纯化系统、配苗/半成品配置系统、CIP系统	活毒区单向流设计、工艺布局推进式、废弃物就近集中处理、温室恒温、活毒区压差控制、废水灭活、活毒区空气排放袋进袋出 VHP灭菌系统、物料管道最短化	某病毒活疫苗车间总包; 项目建筑三层:(一层分装车间&机房、二层原液车间、三层质检&空调机房) 服务内容:项目工艺设计&整体布局→施工图&3D设计→核心工艺装备→厂房安装→自动化控制→WHO验证→调试&培训&售后
兽用疫苗	细菌发酵系统、细胞培养系统、培养基配制系统、配液系统、灭活系统、乳化工系统、配苗/半成品配置系统、CIP系统	整体解决方案包括立项、概念设计、工程设计、关键工艺系统制造、自动化控制、材料采购、工程实施、安装调试、验证&售后	\
基因重组/单抗	细菌发酵系统、细胞培养系统、培养基配制系统、配液系统、灭活系统、超滤/层析/纯化系统、配苗/半成品配置系统、CIP系统	集中清洗设计、车间立体化设计、物料&配液&废弃物处理管道最短化、核心房间可视化、防爆区最小化、有机溶液集中处理、废水灭活处理	某基因重组车间总包; 项目建筑四层:(一层原液车间&机房、二层小试车间&质检&库房、三层研发、四层办公区) 服务内容:产区选址→概念设计→工艺设计&布局→施工图&3D设计→核心工艺装备→厂房安装→自动化控制→验证→调试&培训&售后

资料来源: 英德生物官网, 国盛证券研究所

森松集团于 2011 年收购了瑞典法玛度, 从此加速拓展深耕生物制药设备领域, 并将业务从工艺模块化拓展到模块化厂房工程项目解决方案。瑞典法玛度专注于制药行业, 尤其是生物制药领域, 主要提供大型反应罐/发酵罐等设备。自 1986 年启动以来, 已经使用 Pharmadule 模块化概念成功交付了 70 多个项目, 在中国也有超过 12 个模块化化工厂的项目实例。法玛度模块化概念比传统施工快 3~24 个月, 可有效缩短工期。法玛度服务客户包括博世、基因泰克、礼来等国际制药巨头, 地域覆盖亚洲、欧洲、北美洲、非洲等多地。项目内容涉及配制、洗涤、灌装、冻干、灭菌、发酵等多个环节, 成熟优质的项目案例为森松国际拓展客户和签订新订单奠定了良好的基础。



图表 17: 森松国际制药板块产品涵盖生物制药/固体制剂/原料药设备及系统



资料来源: 森松制药官网, 国盛证券研究所

图表 18: 楚天科技下辖多家子公司从事制药装备业务

子公司名称	取得方式	取得日期	主营业务	主要产品
楚天华通医药设备有限公司	并购	2015-06-18	食品及制药机械、不锈钢压力容器、流体机械、其他不锈钢制品和其它通用机械的研发、设计、制造; 不锈钢管道安装、洁净净化工程设计与施工; 设备租赁; 自营和代理各类商品和技术的进出口	不锈钢压力容器、流体机械、不锈钢管道
四川省医药设计院有限公司	并购	2017-12-31	医药行业(生化、生物药、化学原料药、中成药、药物制剂、医疗器械)及化工、食品等行业的工程咨询、规划、设计、项目管理、工程总承包(EPC)	工程案例包括甘肃泰康、美大康华康、康美保宁、复兴集团、同仁堂等
楚天智能机器人(长沙)有限公司	新设	2016-02-26	机器人开发; 机器人技术咨询; 机器人文化交流; 工业机器人、医疗仪器设备及器械、干燥设备、包装专用设备、印刷、制药、日化及日用品生产专用设备的制造; 机器人零配件、医疗实验室设备和器具、专用设备的销售; 工业设计服务	医药&医疗机器人
楚天飞云制药装备(长沙)有限公司	新设	2017-08-11	主营业务包括胶囊填充机、胶囊机、胶囊灌装机的研发与生产	全自动硬胶囊充填机系列、药用高纯度制氮机系列、胶囊抛光机系列、自动真空上料机、吸尘机系列
楚天源创生物技术(长沙)有限公司	新设	2020-05-11	主要经营生物制品、机电产品、机械设备的研发; 制药专用设备、泵、阀门、压缩机及类似机械、食品、酒、饮料及茶生产专用设备的制造; 通用机械设备销售; 机械配件批发; 机械设备技术服务; 机械设备租赁; 软件开发; 生物技术推广服务	层析过滤设备、在线配液系统、生物反应器
湖南楚天华兴智能装备有限公司	增资	2020-01-08	医疗设备技术开发、生产制造、技术服务及销售; 机械工程的设计制造、应用软件、支撑软件的开发与服务; 电子与智能化设备专业智造承包; 智能设备技术开发、生产制造、技术服务及销售等	医药医疗设备技术开发、精密零部件加工、技术服务等
德国ROMACO公司	并购	2020-10-09	专研固体制剂的工程技术、提供制药制剂单元化设备和交钥匙解决方案、为食品和化工提供设备服务	制药颗粒、涂层、干燥小颗粒解决方案; 制药压缩解决方案; 制药片涂层; 发泡片制药解决方案; 制药罐装解决方案; 制药液体填充解决方案; 制药粉末填充解决方案; RnD试点制药和小型化生产解决方案等

资料来源: 楚天科技公司公告, 国盛证券研究所



楚天科技通过“并购+新设”等方式下辖多家子公司，业务覆盖多个制药装备领域。全资子公司楚天华通主要向制药公司、医药工程设计公司、化妆品生产企业、高端食品饮料生产企业等提供纯蒸汽发生器、多效蒸馏水机、纯化水制备系统等产品；控股子公司楚天源创主要从事层析超滤设备、在线配液系统、生物反应器等生物制药核心设备的研发、生产、销售与服务。2020年公司收购欧洲知名固体制剂制药装备企业 Romaco，Romaco 产品已销往全球 180 个国家和地区，以西欧、北美等发达国家和地区的客户为主。与 Bayer、GSK 等多家世界大型著名药企保持稳定持续的合作关系，将助力楚天科技在海内外建立固体制剂制药装备领域的领先优势。

图表 19: 楚天科技制药装备产品举例

生产设备	设备组成	主要用途
小容量剂成套生产设备	安瓿洗烘灌封联动线	主要用于制药厂制剂车间小容量注射剂、西林瓶水针剂、冻干粉针剂、口服液瓶或者其他小剂量溶液的生产过程，包括注射剂、水针剂、粉针剂、口服液等包装容器的制备及清洗、预热、烘干灭菌、去热源、冷却、灌装、理盖、扎盖等
	西林瓶洗烘灌封联动线	
	西林瓶粉针洗烘灌封联动线	
	口服液瓶洗烘灌封联动线	
	卡式瓶洗烘灌封联动线	
	预灌封生产线	
塑瓶洗烘灌封联动线	塑瓶洗烘灌封联动线	主要用于制药、食品行业等塑料容器的无菌包装
大容量剂生产设备	玻璃大输液联动线	主要用于制药厂玻璃大容量注射剂、非PVC膜软袋大输液的生产过程
	软袋大输液联动线	
自动灯检机检漏一体机	自动灯检机检漏一体机	主要用于制药厂安瓿瓶水针剂、西林瓶水针剂、西林瓶冻干粉针剂产品的可见异物检测与封口缺陷检测，以及导电液体产品经封口后的泄漏性检查
机器人后包装线	机器人后包装线	主要用于药品、化妆品及食品等各类物品灌装封口完成后的包装，包括自动完成灯检、贴标、制托、入托、装盒、裹包、装箱、捆扎、码垛等
冻干机及进出料系统	冻干机及进出料系统	主要用于生物制品、化学制品、瓶冻（冻干注射剂）、盘冻（原料药）、天然药物、热敏性药物、抗菌素、口服冻干片剂等制药领域，实现冻干过程，达到干燥目的
胶塞（铝盖）清洗机	胶塞（铝盖）清洗机	主要用于制药厂胶塞（铝盖）的清洗与灭菌
配液系统	配液系统	按照客户个性化需求设计，由理念先进的团队和专业的制造、现场施工、验证团队实施，符合新版GMP等要求，提供化学制药领域和制造制药领域产品
制药用水系统	制药用水系统	主要包括纯化水制备装置、注射水制备装置、纯蒸汽制备装置、水分配系统等
灭菌柜	灭菌柜	主要用于医院供应室、手术室、制药厂、实验室、科研单位等对物品进行消毒灭菌使用
隔离系统	隔离系统	主要应用于有毒或高致敏性的API产品的称量、配料、成品包装、取样等操作，除了提供对操作者的保护，也提供对产品和操作过程的保护
压片机、流化床、泡罩机、粉末分装	压片机、流化床、泡罩机、粉末分装	主要运用于固体制剂领域

资料来源：楚天科技公司公告，国盛证券研究所

### 观点 3: 药机企业抢滩布局生物制药所需的“设备+耗材”，产品线持续完善。

在生物制药前端原液部分，使用的设备主要是不锈钢生物反应器（发酵罐和细胞罐），目前进口企业如 Sartorius、Thermo Fisher、GE、Merck 等已形成垄断之势，占据绝大部分市场份额，国产企业东富龙积极突破，产品已进入国内多家生物制药企业和 CXO 企业。东富龙主要提供微生物发酵罐、悬浮细胞反应器、微载体细胞反应器、片状载体细胞反应器和一次性反应器系统，适用于大肠杆菌、酵母、肺炎球菌等细菌培养及 CHO、Vero、SF09、BHK21、COVID-19 等细胞、病毒培养。此外，楚天科技亦有生物反应器相关产品销售，森松国际不锈钢反应罐销往海内外多个国家，客户包括疫苗、单抗、胰岛素等多家国际知名药企。

在生物制药前端原液部分，所需的耗材主要包括一次性培养袋/储液袋、层析填料、培养基和超滤膜包。可提供一次性培养袋的海外企业主要有 Sartorius、Thermo Fisher、Merck 等，国内企业主要有乐纯生物、多宁生物。此外，东富龙、楚天科技等企业积极布局，东富龙已有相关成品在海外客户定向试用，若试用效果好，预计后续将释放业绩增量；目前我国分离纯化用填料主要被国外企业垄断，国内优秀填料企业如纳微科技、博格隆等通过不断改进产品质量，丰富产品种类已进入多家知名药企供应链，主要用于临床试验阶段。东富龙和楚天科技亦在布局填料领域，若产品落地，亦将成为业绩增长点。

图表 20: 生物反应器的分类

反应器类型	应用领域与反应器结构、功能	引用评价及技术发展趋势	图例
微生物生物反应器(发酵罐)	应用于食品、氨基酸、抗生素、酶制剂、生物催化合成的化合物, 基于合成生物学技术的产品生产、基因工程重组蛋白、DNA疫苗, 以及微生物细胞工厂的扩增等重要的生物工程。 搅拌式反应器(stirred tank reactor,STR)是代表性的生物反应器, 还有气提式、灌注式以及恒化器等多种结构与操作形式。	最传统的生物反应器, 应用最为广泛, 起源于第二次世界大战后的抗生素工业发展。 以钢制材料为主的刚性结构, 操作过程已实现全自动化, 并能对过程参数实现在线监测。 我国在此领域的装置基本能够实现国产化。 主要发展趋势是: 提高对该类反应器的过程在线参数的实时在线检测; 实施过程大数据的处理与应用; 用于早期过程工程研究的高通量微型反应器。	
哺乳细胞悬浮培养生物反应器	以治疗性抗体为代表的需要经过转录修饰的蛋白质的生产, 病毒疫苗的生产, 以临床治疗为目的细胞的扩增培养(免疫细胞和干细胞)。 ①以搅拌式(STR)反应器为主要形式。 ②波浪式生物反应器(wave bag)、灌注式半连续生物反应器也得到广泛应用。 ③基于个体化细胞肿瘤治疗的生物反应器(CAR-T细胞生物反应器等)	随着近20年来生物医药技术的发展, 快速发展起来的一类新型生物反应器, 以钢材料为主的刚性结构为主, 但是用高分子材料生产的一次性生物反应器也逐渐得到重视, 目前属于生物反应器中的高端设备。 我国目前在此领域还不具备规模化生产能力和技术创新实力。 主要发展趋势是小型化, 实现多参数在线监测与控制, 反应器主体与配件的一次性化, 以及反应器的小型化(高通量培养和个体化的T细胞治疗)。 该类型的生物反应器是国际上生物反应器产业技术的发展热点。	
哺乳细胞贴壁培养生物反应器	用于需要贴壁生长的动物细胞培养, 最主要的培养目的是生产病毒疫苗。主要反应器形式包括: ①使用球状微载体的搅拌式(STR)反应器。 ②转瓶式生物反应器, 因工艺落后、操作复杂、容易染菌等缺点目前逐渐被淘汰。 ③中空纤维式生物反应器等。 ④为提高单位体积内的细胞培养密度, (纸片式微载体)固定床式的生物反应器近年来在细胞贴壁培养中也已开发成功。	工业规模的贴壁型哺乳细胞生物反应器在我国尚处在起步阶段, 但是国际上的搅拌式(STR)微载体细胞培养生物反应器已达到6000L的规模。 发展趋势是提高单位体积的细胞培养生产效率, 采用一次性生物反应器技术。 此外, 新型固定床生物反应器和中空纤维生物反应器的创新将推动我国病毒疫苗产业生产方式的改变。该类型的生物反应器是本领域的一个发展重点。	
光生物反应器	光生物反应器是一类用于光合微生物培养的装置, 目前一般指用于微藻培养的反微流控生物反应器。微藻富含蛋白质、油脂、色素、维生素及矿物元素等多种成分, 在食品、饲料、能源、环保等方面具有重要的应用价值。 藻类光合反应器一般分两种类型: 开放式和封闭式。 ①开放式光合生物反应器以开放式跑道水池为主。 ②封闭式光合生物反应器的种类很多, 有管状、板状、螺旋状等, 其应用于大型海藻养殖产业, 为大型海藻的细胞工程育苗技术的研究和产业化提供必备的条件, 还可应用于微藻大规模培养、微藻生物活性物质的开发与生产等。	研制开发出光合效率较高、成本相对低廉的光生物反应器, 大量培养藻类是光生物反应器的发展方向。 我国目前基本上能够生产各种形式的光生物反应器, 满足相关生物过程工程的应用。	
其他生物反应器	针对特殊使用环境的生物反应器也是反应器发展的一个重要部分: ①针对过程工程研究和高通量细胞/细菌筛选的微型生物反应器(孔板式生物反应器、等)。②组织细胞3D培养生物反应器。③动物乳腺生物反应器。	目前随着我国生物医药发展对从DNA到IND过程极大高效完成的需求, 不同形式的高通量微型生物反应器逐渐出现。多学科技术的交互将不断促进反应器的创新。	

资料来源: 中国制药装备协会, 国盛证券研究所

图表 21: 生物制药原液端涉及的主要耗材种类

**无血清无蛋白培养基**



**一次性培养袋、储液袋**



**分离纯化用超滤膜包**



**层析填料**



**配件-无菌接头、连接管, 以及包材**



**卡脖子**

- 基础材料  
- 基础科学



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**观点 4: 以新冠疫苗设备为切入口, 实现海内外客户群突破并带动其它产品销售, 国产高端制药设备进口替代和出海进程有望加快。**

疫情前, 我国生物制药企业、CXO 企业使用的制药设备以进口为主, 国产制药设备企业进入采购名单较难。疫情期间, 进口设备生产交付响应性不足, 国产制药设备企业紧抓契机, 通过试用或直接销售等方式进入国内多家知名生物药企、CXO 企业采购名单, 通过标杆性案例建立为后续产品销售推广创造良好的基础。中国制药设备正在经历从“模仿”到“仿创结合”的工艺提升阶段, 产品性价比高, 行业领先企业有望长期畅享国产替代红利。

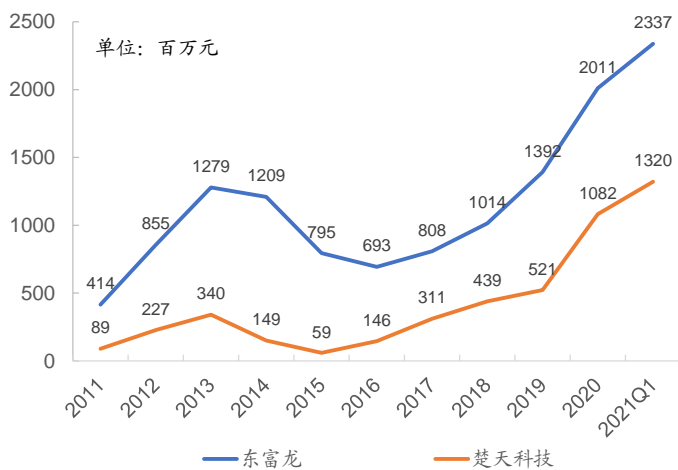
国产制药设备出口前景向好, 凭借稳定的产品质量、及时的交付和优良的售后服务能力, 国产新冠疫苗设备进入海外多家知名药企供应链, 以此为突破口, 预计将加速推动中国高端制药设备国际化拓展。基于海外市场多年深耕, 东富龙建立了较完善的海外营销网络体系, 公司新冠疫苗设备已出口至俄罗斯、印度等国家, 产品认可度较高。通过“疫苗外交”等方式, 产品知名度和影响力持续提升, 促进与其它海外客户公司的签约。我们认为海外多个高端客户群突破意义深远, 为后续多产品线海外销售奠定良好的客户基础, 疫情缩短了海外市场开拓的时间, 预计公司海外业绩有望迎来持续释放, 增长潜力十足。

**1.3.3 报表端: 预计中报表现亮眼, 推荐东富龙, 建议关注新华医疗、森松国际、楚天科技**

**观点 1: 新冠疫苗设备销售增加拉动业绩爆发, 同时带动其它产品销售, 多元化放量, 预计药机企业中报业绩靓丽。**

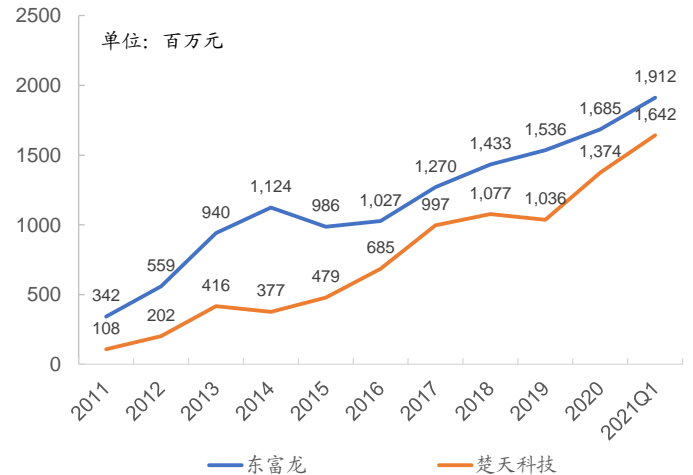
东富龙和楚天科技合同负债高增彰显未来业绩高增潜力, 不难发现, 在 2021 Q1, 东富龙和楚天科技的合同负债与存货创历史新高, 销售收入、归母净利润、毛利率和净利率均实现较大提升, 单季度业绩增长优秀。根据东富龙 2021 H1 业绩预告, 公司预计实现归母净利润 3.10-3.44 亿元, 同比增长 80%-100%; 预计实现扣非后归母净利润 2.75-3.10 亿元, 同比增长 103% -128%, 剔除股权激励摊销费用后业绩表现更佳, 我们预计其它药机企业中报亦会有亮眼表现。

图表 22: 东富龙和楚天科技预收账款金额创历史新高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 东富龙和楚天科技存货持续增加



资料来源: Wind, 国盛证券研究所



图表 24: 四大药机领先企业财务数据一览

公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
营业收入 (百万元)											
东富龙	649	822	1,021	1,259	1,556	1,328	1,725	1,917	2,264	2,708	717
YoY		26.7%	24.2%	23.3%	23.6%	-14.6%	29.9%	11.1%	18.1%	19.6%	42.4%
楚天科技	405	589	797	1,005	975	975	1,280	1,632	1,916	3,576	1,139
YoY			35.4%	26.1%	-3.0%	0.0%	31.3%	27.4%	17.4%	86.7%	131.3%
新华医疗						817	935	874	1073	1069	
YoY							14.4%	-6.5%	22.7%	-0.3%	
森松国际							225	381	721	769	
YoY								69.7%	89.1%	6.7%	
归母净利润 (百万元)											
东富龙	217	233	266	335	387	235	123	70	146	463	110
YoY		0	14.2%	25.9%	15.3%	-39.4%	-47.5%	-42.8%	106.9%	217.9%	134.3%
楚天科技	70	95	135	157	153	120	160	41	47	201	105
YoY		0	41.5%	16.2%	-2.2%	-21.9%	34.0%	-74.2%	13.5%	327.7%	433.1%
毛利率 (%)											
东富龙	48.7%	45.8%	47.9%	48.1%	44.4%	41.8%	34.6%	30.7%	33.1%	41.8%	43.6%
楚天科技	45.8%	48.2%	47.2%	40.4%	43.5%	44.7%	38.4%	32.8%	31.3%	33.9%	39.6%
新华医疗						23.3%	21.2%	15.7%	11.7%	22.0%	
森松国际							27.0%	19.9%	18.8%	22.4%	
净利率 (%)											
东富龙	33.5%	28.4%	26.1%	26.6%	24.9%	17.7%	7.1%	3.7%	6.4%	17.1%	15.4%
楚天科技	17.4%	16.2%	16.9%	15.6%	15.7%	12.3%	12.5%	2.5%	2.4%	5.6%	9.2%

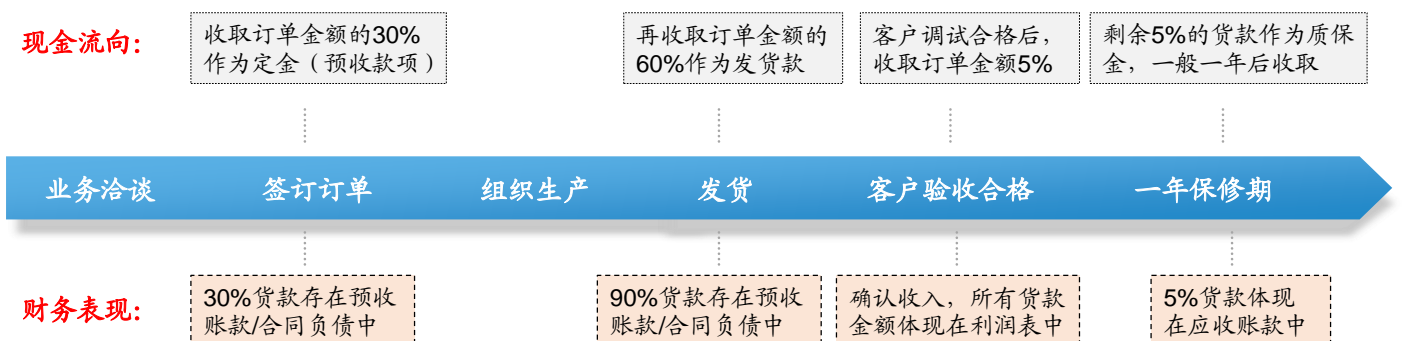
资料来源: Wind, 公司公告, 公司招股说明书, 国盛证券研究所。注: 东富龙与楚天科技所有数据均取自公司口径, 考虑到新华医疗和森松国际业务板块较多, 数据分别取自“制药装备产品”和“制药”板块, 由于新华医疗和森松国际仅披露了分板块的销售收入和毛利润情况, 故归母净利润和净利率数据暂不可得。

## 观点 2: 制药装备行业东风渐劲, 景气度持续向上, 国产药机企业有望持续受益, 迎来业绩增长期。

制药装备企业大多采用“订单式”销售, 据了解, 东富龙从签订订单到确认收入运行周期约 0.5-1.5 年, 故签订订单和收入确认时点有一定错位, 2021 年收入主要由 2020 年的大部分订单和 2021 年的部分订单贡献, 2021 年在手订单充分一定程度上预示了未来 1-2 年的业绩高成长性。近两年积累的资金可为后续公司产品研发及并购拓展提供良好的条件, 业绩增长具备持续性。

从行业发展来看: 1) 此次疫情从国家、制药企业等层面深刻意识到“保证供应链安全”的重要性; 2) 带量采购、一致性评价等政策的常态化实施提升了生物制药企业的“控成本”意识; 3) 制药装备行业具有“设备销售+专业技术服务”的性质, 国产制药装备企业可凭借专业、及时、周到的技术服务增加客户粘性, 预计“进口替代+出海”将成为国产制药装备行业发展的核心逻辑。

图表 25: 东富龙订单式生产流程图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2、本周行业重点事件&政策回顾

**【事件一】**国务院医改领导小组发布《关于综合医改试点省份率先推动公立医院高质量发展的通知》

<https://t.cn/A6flQbiw>

7月15日，国务院医改领导小组秘书处发布《关于综合医改试点省份率先推动公立医院高质量发展的通知》(以下简称《通知》)，决定在上海、江苏、浙江、安徽、福建、湖南、重庆、四川、陕西、青海、宁夏11个综合医改试点省份率先推动公立医院高质量发展。

《通知》要求，试点省份要率先按照《国务院办公厅关于推动公立医院高质量发展的意见》要求，围绕构建公立医院高质量发展新体系、引领公立医院高质量发展新趋势、提升公立医院高质量发展新效能、激活公立医院高质量发展新动力、建设公立医院高质量发展新文化，坚持和加强党对公立医院的全面领导，统筹谋划，分类施策，制定以省为单位推动公立医院高质量发展的实施方案。各试点省份要在2021年9月中旬前制定完成实施方案；非试点省份也要全面贯彻落实通知要求，因地制宜制定推动各级各类公立医院高质量发展的政策措施。

**【点评】**公立医院高质量发展是国家“十四五”深化医改的重要内容，一系列文件的密集出台，不仅表明国家持续深化公立医院综合改革的坚决意志，更凸显出公立医院高质量发展的重要性和紧迫性。此次于11省首先开展试点工作，也意味着推动公立医院高质量发展正式进入实质阶段。政策利好医疗装备行业、互联网医疗行业等。

**【事件二】**国家医保局印发《按病种分值付费(DIP)医疗保障经办管理规程(试行)》: 深化医保支付方式改革,“以收定支,收支平衡,略有结余”

<https://t.cn/A6fYcFLq>

为深化医保支付方式改革,提高医疗保障基金使用效率,国家医疗保障局于2021年7月16日印发《按病种分值付费(DIP)医疗保障经办管理规程(试行)》(以下简称《规程》),稳妥推进区域点数法总额预算和按病种分值付费,规范按病种分值付费(DIP)的经办管理工作。

在病种分值确定方面,《规程》明确将在制定本地病种目录、计算病种的分值和点值、建立辅助目录分值调整机制、建立偏差病例校准机制、建立特殊病例评议机制、建立定点医疗机构等级系数动态调整机制六个方面开展相应工作。同时,《规程》明确统筹地区要按照“以收定支、收支平衡、略有结余”的基本原则,以保障参保人基本医疗需求为前提,综合考虑医疗发展,合理确定区域年度住院医保基金预算支出总额。并综合考虑包括本年度基金收入、参保人群变动待遇标准、医保政策调整等因素。

**【点评】**按病种分值付费(DIP)是深化医保支付方式改革的重要组成部分,其以大数据为支撑,把点数法和区域总额预算相结合,引导医疗卫生资源合理配置,进一步体现医务人员劳务价值,保障参保人员基本医疗需求,推进医保基金平稳高效运行。在DIP模式下,医院定价权由项目定价转向均费定价,考核权由事后转变为全过程,医务人员合理诊疗成为必然,药企带金销售的模式将不复存在。



### 3、行情回顾与医药热度跟踪

#### 3.1 医药行业行情回顾

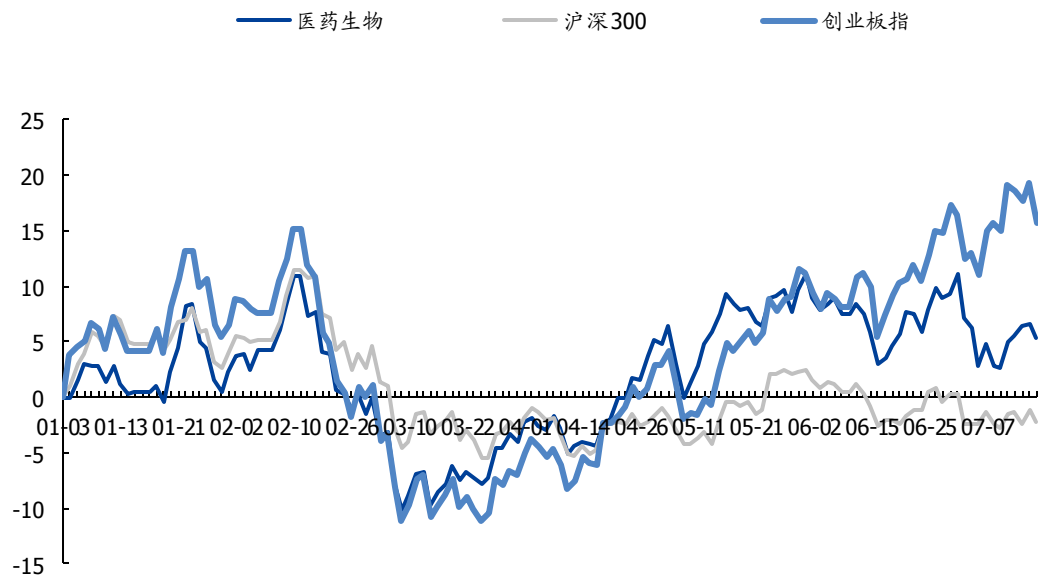
本周申万医药指数上涨 **2.61%**，跑赢沪深 300 指数和创业板指数。申万医药指数 12,729.18 点，周环比上涨 2.61%。沪深 300 上涨 0.50%，创业板指数上涨 0.68%，医药跑赢沪深 300 指数 2.11 个百分点，跑赢创业板 1.92 个百分点。2021 年初至今申万医药上涨 5.40%，沪深 300 下跌 2.24%，创业板指数上涨 15.72%，医药跑赢沪深 300 指数，跑输创业板指数。

图表 26: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比

指数	本周	上周	周环比 (%)	与月初比 (%)	与年初比 (%)
沪深 300	5,094.77	5,069.44	0.50	-2.47	-2.24
创业板指数	3,432.65	3,409.31	0.68	-1.28	15.72
医药生物	12,729.18	12,405.57	2.61	-3.59	5.40

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

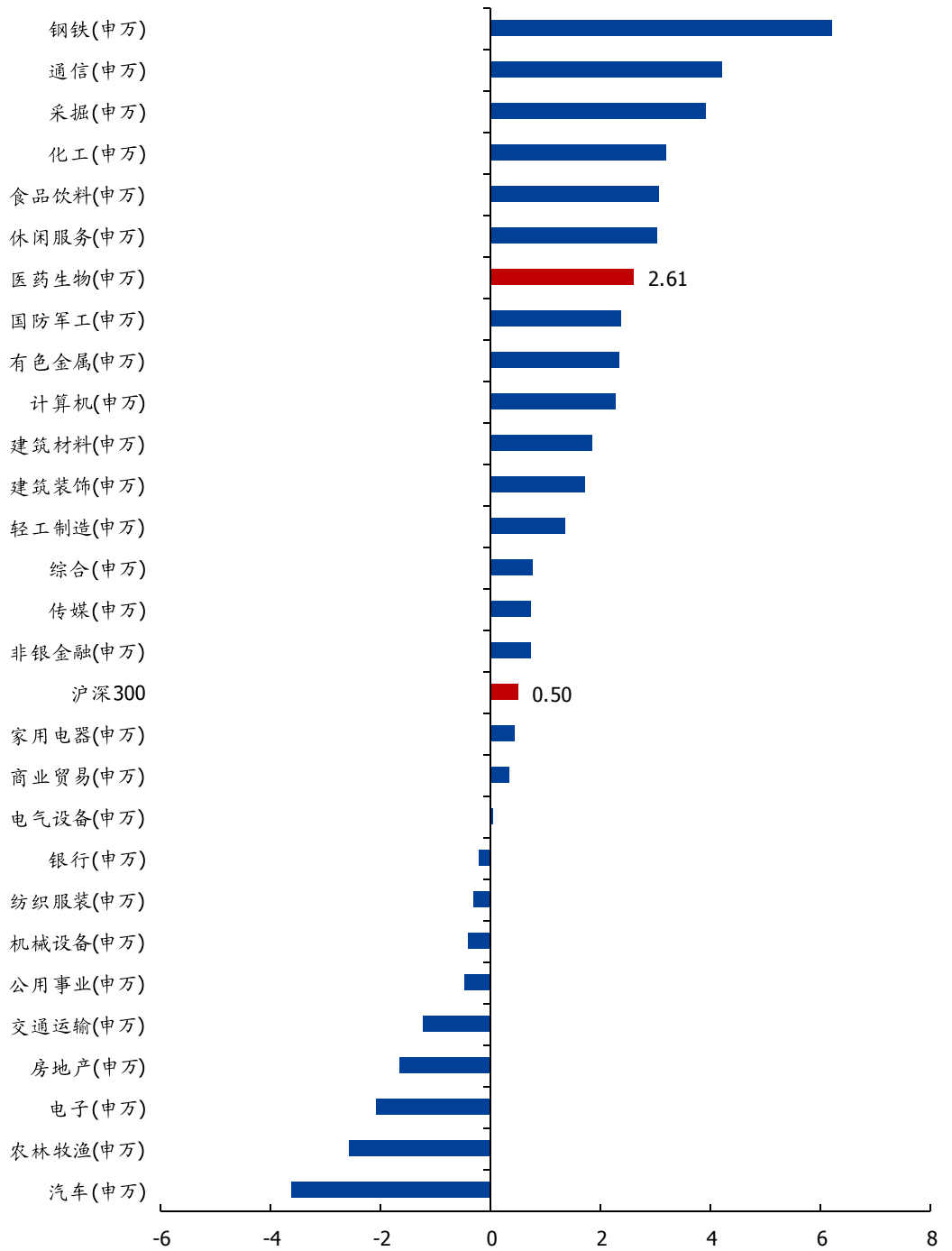
图表 27: 2021 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

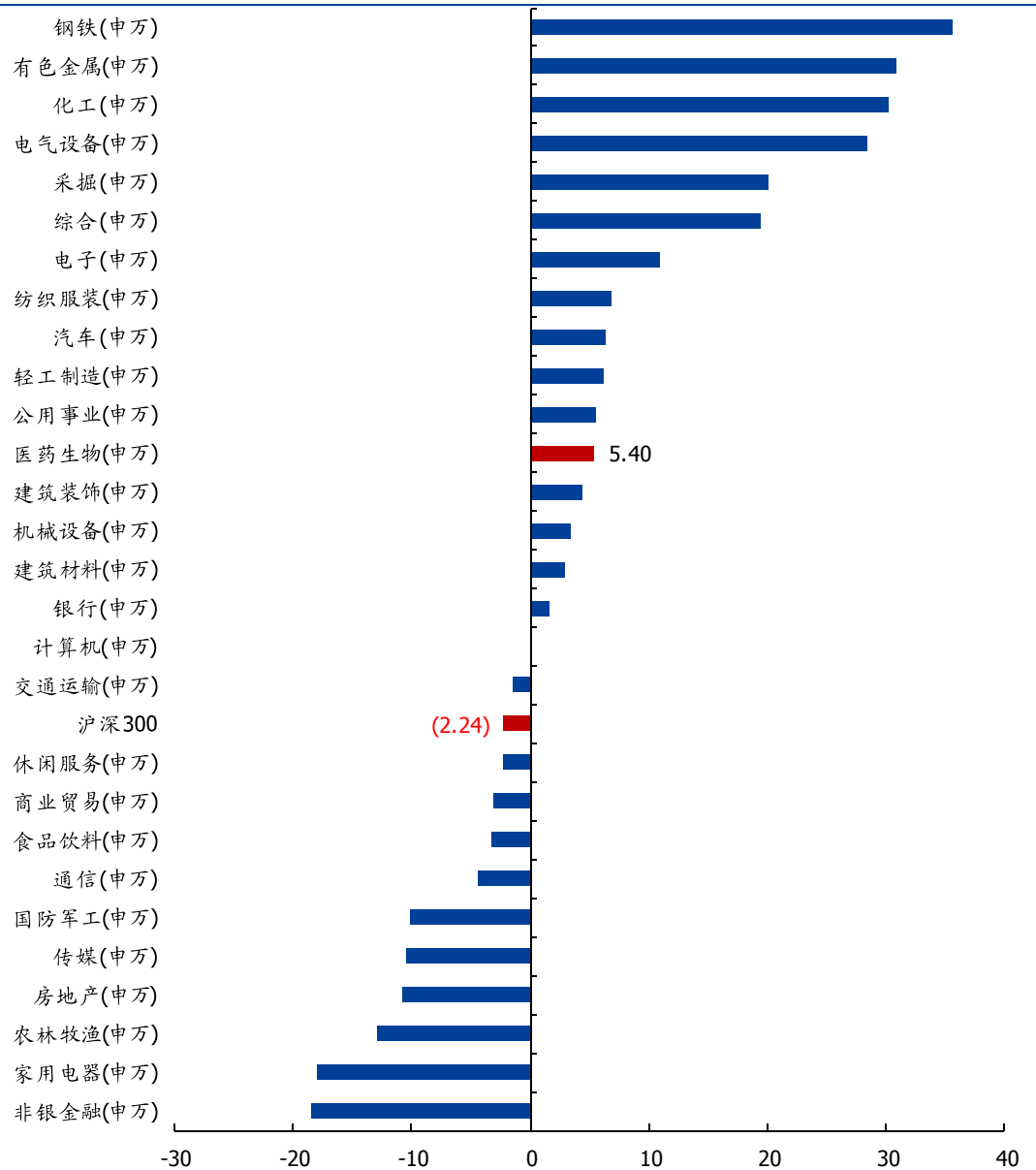
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第7位。2021年初至今，医药涨跌幅排在第12位。

图表 28: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

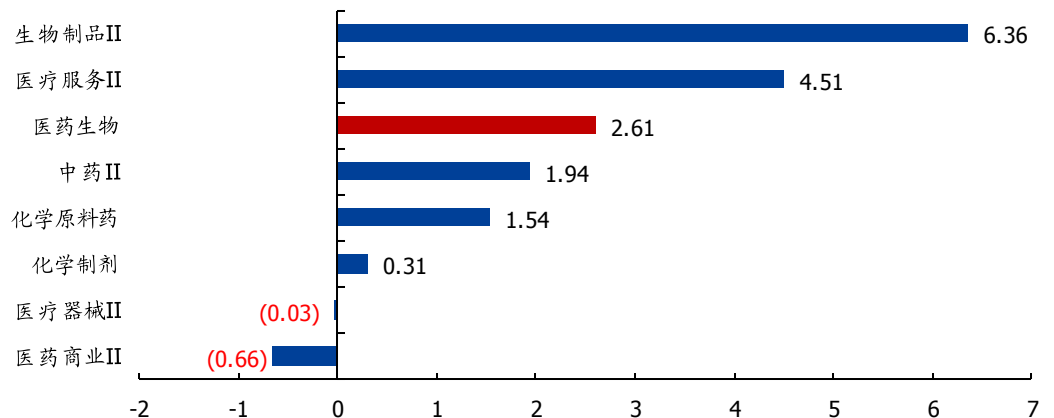
图表 29: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2021年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为生物制品 II, 上涨 6.36%; 表现最差的为医药商业 II, 下跌 0.66%。

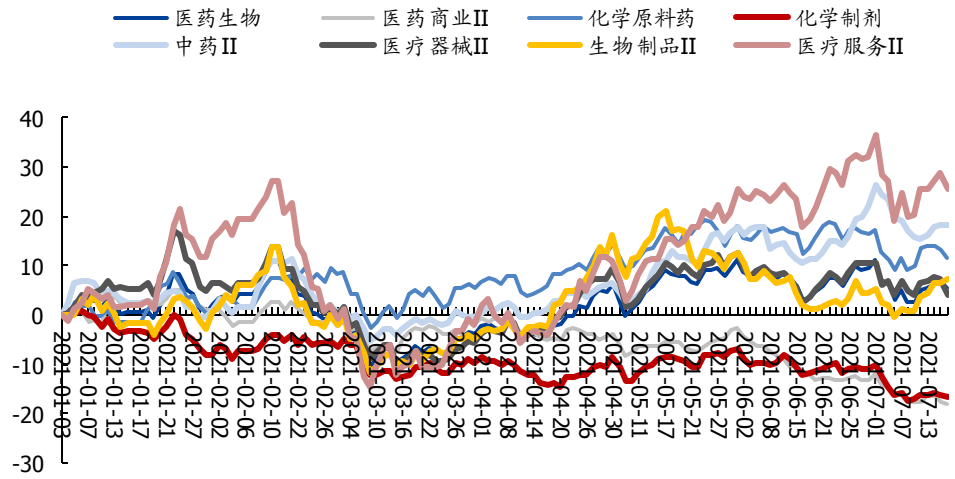
图表 30: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业医疗服务 II 年度涨幅行业内领先。2021 年初至今表现最好的子行业为医疗服务 II，上涨 25.73%；表现最差的子行业为医药商业 II，下跌 18.08%。其他子行业中，中药 II 上涨 18.06%，化学原料药上涨 11.47%，生物制品 II 上涨 7.33%，医疗器械 II 上涨 4.15%，化学制剂下跌 16.62%。

图表 31: 申万医药各子行业 2021 年初至今涨跌幅变化图 (%)



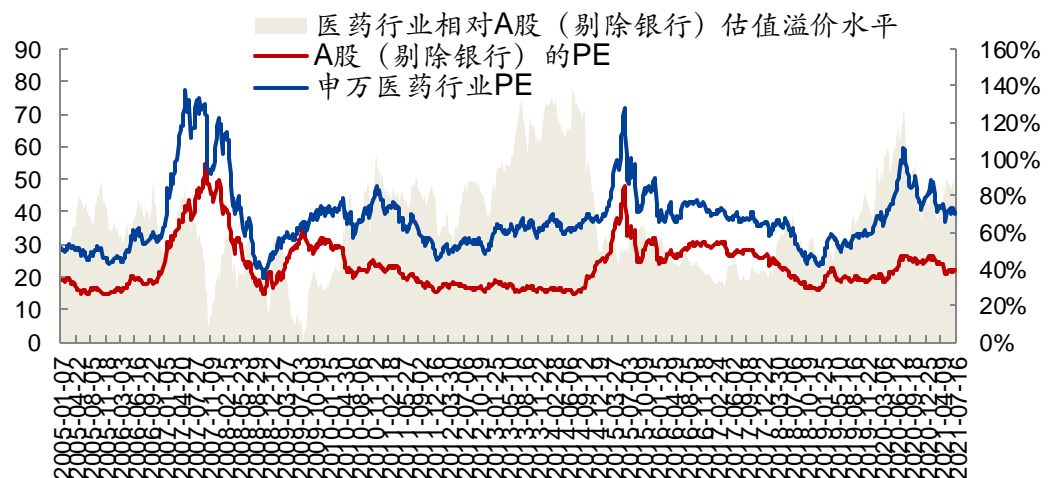
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 医药行业热度追踪

估值水平上升，处于平均线上。目前，医药行业估值 (TTM，剔除负值) 为 40.19X，较上周上升 0.75 个单位，比 2005 年以来均值 (38.02X) 高 2.17 个单位，本周医药行业整体估值上升。

行业估值溢价率上升。本周医药行业估值溢价率 (相较 A 股剔除银行) 为 82.63%，较上周上升 2.19 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值 (65.27%) 高 17.36 个百分点，处于相对高位。

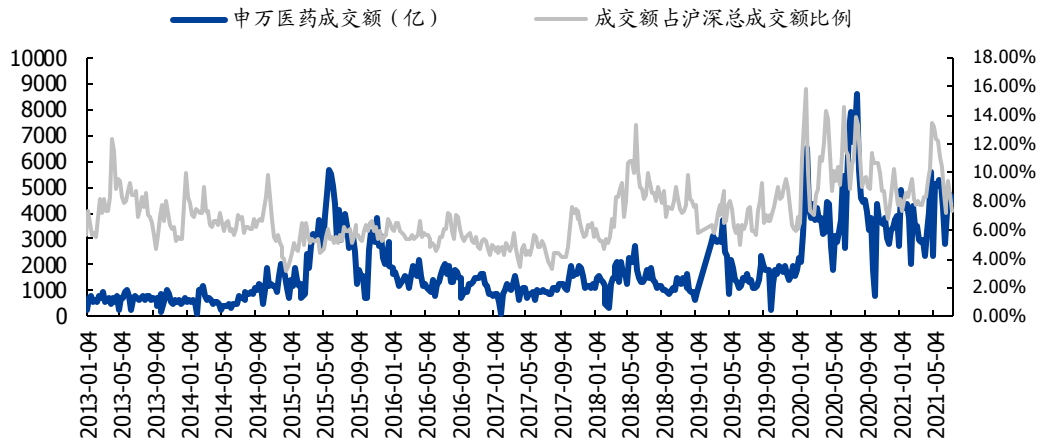
图表 32: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药行业热度较上周下降。医药成交总额为 4462.57 亿元，沪深总成交额为 61066.46 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 7.31%（2013 年以来成交额均值为 7.07%）。

图表 33: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3 医药板块个股行情回顾

本周涨跌幅排名前 5 的为福瑞股份、万东医疗、金城医药、广誉远、延安必康。后 5 的为科华生物、康希诺-U、伟思医疗、国际医学、康拓医疗。滚动月涨跌幅排名前 5 的为广誉远、万东医疗、金城医药、昊海生科、健民集团。后 5 的为天智航-U、阳光诺和、兴齐眼药、甘李药业、司太立。

图表 34: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
福瑞股份	50.94	业绩+医疗服务	科华生物	-18.29	涉百亿仲裁纠纷
万东医疗	45.88	美的成为控股股东	康希诺-U	-15.53	业绩预期低于预期
金城医药	32.64	合成尼古丁+集采中标	伟思医疗	-15.34	无特殊原因
广誉远	26.88	实控人变更; 中医药政策利好	国际医学	-12.61	中报预告低于预期
延安必康	24.27	中报预期高增长+新能源	康拓医疗	-12.05	无特殊原因
健民集团	21.60	业绩预期超预期	理邦仪器	-11.97	中报预告收入和利润下滑
润都股份	21.43	合成尼古丁	翔宇医疗	-11.41	业绩预期低于预期
神州细胞-U	20.27	首家国产八因子预期获批	天宇股份	-11.09	中报预告利润下滑
我武生物	17.94	业绩好	ST 辅仁	-11.04	无特殊原因
江苏吴中	16.02	无特殊原因	睿昂基因	-10.59	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所



图表 35: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
广誉远	107.62	实控人变更	天智航-U	-35.52	大量解禁
万东医疗	75.01	定增发行; 美的成为实控人	阳光诺和	-32.23	无特殊原因
金城医药	74.73	合成尼古丁+集采中标	兴齐眼药	-30.77	竞品研发推进
昊海生科	63.85	中报业绩超预期+医美	甘李药业	-30.59	大量解禁
健民集团	54.47	业绩预期超预期	司太立	-29.42	集采影响
福瑞股份	46.23	业绩+医疗服务	盈康生命	-27.33	无特殊原因
延安必康	41.32	中报预期高增长+新能源	赛诺医疗	-25.04	股东减持
马应龙	38.82	中医药政策利好	君实生物-U	-24.80	大量解禁
一品红	38.16	股份回购; 项目布局	诺禾致源	-24.33	无特殊原因
新华医疗	34.44	中报预期高增长	国际医学	-23.35	中报业绩低于预期

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新

图表 36: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况

细分领域	上市公司	最新市值 (亿元)	归母净利润 2021E	归母净利润 2022E	净利润增 速 2021E	净利润增 速 2022E	2021PE	2022PE
创新服务商	凯莱英	858	9.9	13.2	37.2%	33.0%	87	65
	药明康德	4,874	40.4	53.3	36.5%	31.9%	120	91
	泰格医药	1,531	19.6	23.6	11.8%	20.6%	78	65
	昭衍新药	484	4.4	5.7	39.0%	30.2%	111	85
	康龙化成	1,587	14.6	19.8	24.5%	35.4%	109	80
	睿智医药	82	1.8	2.2	17.8%	20.9%	45	37
	药石科技	298	2.8	4.0	52.6%	42.4%	106	74
	艾德生物	203	2.6	3.4	41.9%	34.3%	79	59
	博腾股份	455	4.5	6.0	37.7%	35.5%	101	74
	九洲药业	379	6.1	8.0	59.2%	32.0%	63	47
	美迪西	284	2.3	3.7	76.6%	63.1%	121	75
	维亚生物	136	5.1	6.7	-	31.8%	27	20
	方达控股	131	1.6	2.4	46.5%	48.6%	80	54
创新药-传统转 型	恒瑞医药	3,845	78.5	95.0	24.0%	21.0%	49	41
	中国生物制药	1,141	46.8	49.5	68.8%	5.8%	24	23
	翰森制药	1,580	31.7	38.1	23.6%	20.1%	50	41
	丽珠集团	406	20.0	23.5	16.4%	17.5%	20	17
	康弘药业	198	9.7	12.1	-	23.7%	20	16
	科伦药业	267	10.9	13.1	32.0%	19.9%	24	20
	复星医药	1,890	45.1	54.4	23.1%	20.7%	42	35
	海思科	231	7.3	9.6	15.0%	31.4%	32	24
	信立泰	323	5.3	7.0	764.0%	32.8%	61	46
	冠昊生物	52	0.7	0.9	58.5%	25.0%	71	56
创新药-biotech	贝达药业	399	4.7	6.5	-21.9%	36.2%	84	62
	信达生物	1,071	-14.4	-8.9	-	-	-74	-121
	君实生物	443	-0.6	-2.9	-	-	1793	-142
	百济神州	1,999	-75.7	-70.1	-	-	-28	-29
	复宏汉霖-B	158	-6.5	-2.3	-	-	-24	-70
	再鼎医药-SB	1,078	-19.5	-15.4	-	-	-55	-70
	南新制药	55	1.9	2.8	41.4%	49.5%	29	20
	荣昌生物-B	448	-5.2	-1.7	-	-	-78	-180
	康方生物-B	406	-8.4	-5.9	-	-	-47	-71
	泽璟制药-U	157	-3.1	-0.1	-	-	-51	-2045
	微芯生物	171	0.5	1.1	55.4%	126.9%	354	156
	康宁杰瑞制药	210	-6.3	-5.5	-	-	-33	-36

		-B						
创新疫苗	智飞生物	2,984	51.6	66.9	56.3%	29.6%	58	45
	沃森生物	1,157	15.5	20.7	54.7%	33.1%	79	59
	康泰生物	1,011	11.5	19.5	70.0%	68.9%	88	52
	万泰生物	1,649	12.5	17.9	84.4%	43.2%	132	92
	康华生物	221	6.2	8.8	53.0%	41.0%	36	25
	康希诺-U	1,482	58.6	121.9	-	108.0%	33	18
创新&特色头部器械耗材	迈瑞医疗	5,276	81.6	99.5	22.6%	21.9%	65	53
	微创医疗	1,081	-12.0	-8.2	-	-	-90	-132
	乐普医疗	531	24.8	29.1	37.5%	17.5%	21	18
	威高股份	640	24.8	30.4	22.0%	22.9%	26	21
	心脉医疗	261	2.9	4.0	36.4%	37.0%	89	65
	启明医疗-B	229	-0.3	1.7	-	-	-915	135
	南微医学	366	3.7	5.5	41.3%	47.9%	99	67
	天智航	102	-	-	-	-	-	-
	健帆生物	649	11.8	16.1	35.4%	35.6%	55	40
	英科医疗	441	133.3	112.3	90.2%	-15.8%	3	4
	注射剂国际化	健友股份	358	10.9	14.5	35.8%	32.6%	33
普利制药		201	5.6	7.7	37.7%	36.7%	36	26
口服国际化	华海药业	319	12.5	15.6	34.4%	25.1%	26	20
创新国际化	恒瑞医药	3,845	78.5	95.0	24.0%	21.0%	49	41
	贝达药业	399	4.7	6.5	-21.9%	36.2%	84	62
	康弘药业	198	9.7	12.1	-	23.7%	20	16
	信达生物	1,071	-14.4	-8.9	-	-	-74	-121
	百济神州	1,999	-75.7	-70.1	-	-	-28	-29
	再鼎医药-SB	1,078	-19.5	-15.4	-	-	-55	-70
品牌中药消费	东阿阿胶	230	6.1	10.4	1313.7%	69.6%	38	22
	片仔癀	2,621	20.5	25.0	22.4%	22.1%	128	105
	云南白药	1,337	57.3	63.1	4.0%	10.0%	23	21
	同仁堂	505	11.7	13.0	13.7%	11.2%	43	39
	华润三九	246	19.8	21.8	24.2%	10.0%	12	11
眼科	爱尔眼科	3,520	23.6	31.0	36.7%	31.4%	149	114
	光正眼科	66	1.3	1.5	214.6%	9.7%	50	45
	欧普康视	840	6.0	8.0	38.7%	33.8%	140	104
	爱博医疗	328	1.4	1.9	45.3%	38.1%	234	169
	兴齐眼药	93	1.8	2.9	107.0%	59.5%	51	32
	昊海生科	461	4.5	5.9	94.9%	31.9%	103	78
医美	爱美客	1,673	7.4	10.9	68.0%	48.1%	226	152
	华熙生物	1,435	8.1	11.0	25.7%	35.7%	176	129
	朗姿股份	201	2.5	3.5	75.2%	41.9%	81	57
儿科相关	我武生物	372	3.8	5.1	36.7%	32.7%	98	74
	长春高新	1,537	40.6	52.0	33.1%	28.3%	38	29

药店	安科生物	265	5.1	6.6	41.2%	29.7%	52	39
	益丰药房	365	10.0	13.0	29.7%	30.2%	37	28
	老百姓	200	7.7	9.6	23.8%	24.5%	26	21
	一心堂	199	9.8	12.0	24.3%	22.2%	20	16
	大参林	353	13.6	17.4	28.4%	27.5%	26	20
特色专科连锁	国药一致	156	15.9	18.1	13.7%	13.7%	10	9
	爱尔眼科	3,520	23.6	31.0	36.7%	31.4%	149	114
	美年健康	333	8.4	11.1	51.5%	31.9%	40	30
	通策医疗	1,159	7.4	9.8	49.8%	33.3%	157	118
	锦欣生殖	348	3.9	5.4	53.7%	38.3%	94	67
ICL	光正眼科	66	1.3	1.5	214.6%	9.7%	50	45
	金域医学	592	14.7	14.0	-2.4%	-4.9%	40	42
	迪安诊断	202	11.2	11.4	39.7%	1.5%	18	18
互联网医疗&医疗信息化	卫宁健康	353	6.4	8.5	31.0%	32.8%	55	41
	创业慧康	134	4.7	6.2	41.7%	32.2%	29	22
	阿里健康	1,767	6.9	12.7	97.7%	83.8%	256	139
	平安好医生	831	-14.8	-12.1	-	-	-57	-69
	安图生物	394	11.8	15.4	57.6%	30.9%	33	26
IVD	新产业	435	11.5	16.1	22.0%	40.5%	38	27
	迈克生物	206	9.8	12.2	23.6%	23.9%	21	17
	万孚生物	254	8.6	10.8	34.9%	25.8%	30	24
	艾德生物	203	2.6	3.4	41.9%	34.3%	79	59
	贝瑞基因	96	2.3	3.1	10.5%	32.3%	41	31
原辅包材	山河药辅	27	1.2	1.5	28.3%	25.1%	22	18
	山东药玻	208	7.1	9.1	25.9%	28.0%	29	23
	浙江医药	165	12.3	16.3	71.1%	33.0%	13	10
	新和成	731	44.0	50.5	23.4%	14.7%	17	14
	司太立	129	4.3	6.2	80.6%	44.8%	30	21
	普洛药业	340	10.7	13.9	31.0%	30.1%	32	24
	仙琚制药	120	6.4	7.8	25.9%	23.0%	19	15
	天宇股份	105	7.4	9.5	11.5%	28.0%	15	11
	奥翔药业	87	1.7	2.4	93.6%	43.7%	53	37
	博瑞医药	159	2.5	3.9	49.9%	51.4%	62	41
血制品	华兰生物	676	19.9	24.3	23.5%	22.0%	34	28
	博雅生物	175	4.1	5.2	56.4%	26.9%	43	34
	天坛生物	572	7.8	9.7	21.7%	24.1%	74	59
特色专科药	双林生物	268	4.7	6.7	154.8%	40.4%	57	40
	恩华药业	150	8.9	10.8	21.9%	22.1%	17	14
	人福医药	456	14.5	18.5	29.9%	27.7%	32	25
	华润双鹤	119	11.0	11.9	9.4%	8.5%	11	10
	通化东宝	240	11.1	13.3	19.2%	19.8%	22	18
	健康元	252	12.7	15.0	13.1%	18.6%	20	17

	东诚药业	163	5.2	6.6	36.5%	28.7%	32	25
	北陆药业	43	2.3	2.9	29.6%	25.8%	19	15
	京新药业	71	6.5	7.5	-0.8%	15.3%	11	9
流通	上海医药	568	54.4	60.9	21.1%	11.9%	10	9
	九州通	273	29.1	33.8	-2.0%	16.1%	9	8
	柳药股份	73	8.8	10.5	23.9%	19.2%	8	7
	国药股份	231	16.5	18.8	19.0%	14.4%	14	12
其他特色	伟思医疗	91	1.9	2.5	29.0%	36.9%	49	36
	华北制药	186	-	-	-	-	-	-
	太极集团	106	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 国盛证券研究所。注: 表中数据均为 wind 一致预期或已公告数据

## 5、风险提示

1) 负向政策持续超预期; 2) 行业增速不及预期。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com