

## 行业研究

## 掘金少儿经济、银发经济与创新国际化

## ——医药生物行业 2021 年中期投资策略

## 要点

**后疫情时代：疫情逐步得到控制，医药行业政策迎来深远变革：**预计随着新冠疫苗接种率的提升和防疫措施的推行，新冠疫情将逐步得到控制，全球逐步进入后疫情时代。新冠肺炎疫情对于中国的医药行业政策环境产生了深远的影响，从产业层面来看，疫情防控的相关工作促进了部分行业加速发展，如互联网医疗、新冠疫苗研制、医疗防护、公共卫生体系建设等；从更加长远的角度来看，此次疫情使得医药卫生行业的重要性凸显，在全社会的关注度有显著提升，医保、医药、医疗各方面的改革工作持续稳健推进，促使全行业日趋规范化、健康发展。

**人口结构发生深刻变化，少儿经济与银发经济或共迎成长期：**根据第七次全国人口普查公告和主要数据，当前我国人口结构的主要特征和变化趋势：①人口总量维持低增长，城镇化进程快；②少儿人口比重回升，老龄化程度加深，劳动力人口占比下滑；③性别结构得到改善，人口受教育水平快速提升。随着“一老一少”比例上升，相关的少儿经济与银发经济将迎来需求持续拉升，蕴含巨大的市场空间与投资机会。

**从中国新到全球新，开启创新国际化之路：**在疫情期间，国内器械行业直接受益于抗疫需求的拉动，如新冠检测设备、手套、口罩、呼吸机等出口大增；并且 CXO 产业链有望因其他国家疫情蔓延而实现全球市占率提升。随着中国医药产业创新能力逐步提升，国产创新药、创新器械、CXO 开始逐步具备全球竞争力，实现出口或对外授权，未来将逐步升级到创新全球化的全新阶段，突破国内市场容量天花板，在世界范围内打开新的增长空间，享受全球市场的红利。

**投资建议：紧扣“内外双循环”大主线，掘金一老一少和创新国际化。**在国内大循环方面，考虑到中国的人口结构正在发生深刻变化，“一老一少”的比例上升，少儿经济与银发经济将迎来黄金发展期，推荐锦欣生殖（H）、欧普康视、翔宇医疗、博雅生物；国内国际双循环方面，以创新药、创新器械、CXO 为代表的创新产业链逐步走向国门，部分优秀企业开始具备全球竞争力，进一步打开天花板，有望涌现出一批具备全球创新竞争力的国际化大龙头，推荐信达生物（H）、荣昌生物（H）、奕瑞科技、迈瑞医疗、奥精医疗、威高股份（H）、药明康德（A&H）、药石科技。

**风险分析：**控费政策超预期、研发失败风险、政策支持不及预期、板块估值下挫风险

医药生物  
增持（维持）

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003  
021-52523871

linxiaowei@ebcn.com

分析师：黄卓

执业证书编号：S0930520030002  
021-52523676

huangz@ebcn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004  
010-57378027

wangmingrui@ebcn.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001  
021-52523697

wujiqing@ebcn.com

联系人：叶思奥

yesa@ebcn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
688301.SH	奕瑞科技	330.50	3.06	4.49	6.39	108	74	52	买入
300294.SZ	博雅生物	49.90	0.61	0.91	1.17	82	55	43	买入
688626.SH	翔宇医疗	69.69	1.64	1.72	2.31	43	40	30	买入
300760.SZ	迈瑞医疗	410.35	5.48	6.91	8.41	75	59	49	买入
688613.SH	奥精医疗	73.26	0.89	1.04	1.46	82	71	50	买入
300595.SZ	欧普康视	88.87	0.71	0.76	1.04	124	118	85	增持
300725.SZ	药石科技	133.00	1.20	1.37	1.86	111	97	71	买入
603259.SH	药明康德	148.74	1.21	1.46	1.97	122	102	75	买入
2359.HK	药明康德	136.75	1.21	1.46	1.97	113	94	69	买入
1951.HK	锦欣生殖	11.07	0.10	0.17	0.21	111	66	53	买入
1801.HK	信达生物	63.46	(0.74)	(0.80)	(0.56)	NA	NA	NA	买入
9995.HK	荣昌生物-B	74.03	(1.71)	(1.63)	(1.51)	NA	NA	NA	买入
1066.HK	威高股份	11.87	0.45	0.59	0.70	26	20	17	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-26；汇率按 1HKD=0.83229CNY 换算

## 投资聚焦

今年以来，我们注意到国内医药市场环境发生两个显著变化：

- 1) **人口结构变化**：“一老一少”的比例上升，导致国内消费者的内需结构将随之发生变化，少儿经济与银发经济风起云涌；
- 2) **国际化能力提升**：包含创新药、器械、CXO 的创新产业链在国际化方向上不断取得突破，全球竞争力持续提升，从中国新走向全球新的趋势日渐明朗；

我们认为，这两个显著变化将成为下一个时代的医药投资两大主线，蕴含着巨大的投资机会，建议投资者把握行业趋势，在时代大潮中挖掘投资机会。

## 我们的创新之处

我们早在 2020.12.31 发布的《医药新常态下，寻找双循环新机遇——医药生物行业 2021 年投资策略》中就已经提出，依赖国内大循环驱动和国内国际相互促进的双循环驱动的细分方向将是未来主要投资方向，而“一老一少”的人口结构深刻变化，以及创新国际化的趋势日趋明朗，则进一步验证了我们的判断。我们认为：

- 1) **内循环方面**：“一老一少”的人口结构变化成为内需方向切换的核心主线，把握少儿经济与银发经济将成为内循环的医药大主题；
- 2) **内外双循环方面**：器械与 CXO 的国际化加速，创新药出海开始突破，中国创新产业链持续升级，所面对的市场也将从国内市场拓展到全球市场，以具备全球竞争力的创新能力享受全球范围的市场红利。

## 投资观点

在国内大循环方面，少儿经济与银发经济将迎来黄金发展期：

- **少儿经济**：民营辅助生殖机构有望迎来快速增长，并且青少年眼健康、口腔健康及生长激素等行业有望享受行业红利。推荐锦欣生殖（H）、欧普康视；
- **银发经济**：人口老龄化将提升老年产品和服务消费，从而促进“银发经济”发展，老龄化疾病防治需求有望进一步释放，包括康复医疗、老年慢病药、白内障、种植牙等需求。推荐翔宇医疗、博雅生物；

国内国际双循环方面，中国医药产业创新能力逐步提升，未来将有一批优秀的企业逐步成长为具备全球竞争力的国际大龙头：

- **创新药国际化**：创新国际化是中国制药产业升级换代的必由之路，也是中国创新药企业参与全球竞争、成为跨国药企大平台的必然选择，在创新国际化方向上具备领先优势的企业将成为下一波创新药大潮的弄潮儿，推荐信达生物（H）、荣昌生物（H）；
- **器械国际化**：低值耗材率先完成国际化，部分设备走向海外，同时高值耗材出口时机已经逐步成熟，集中带量采购将洗牌耗材赛道，倒逼高值耗材企业出海，推荐迈瑞医疗、奕瑞科技、奥精医疗、威高股份（H）；
- **CXO 国际化**：目前驱动中国 CXO 公司发展的三条主线是全产业链发展、横向业务拓展以及国际化，推荐药明康德（A&H）、药石科技。

# 目 录

<b>1、后疫情时代：疫情逐步得到控制，医药行业政策迎来深远变革</b>	<b>6</b>
1.1、全球疫苗接种率持续上升，新冠疫情将得到有效控制	6
1.2、疫情以来政策频出，医药行业迎来深刻变革	8
<b>2、人口结构发生深刻变化，少儿经济与银发经济或共迎成长期</b>	<b>10</b>
2.1、人口结构发生深刻变化，“一老一少”比例上升	10
2.2、重视“一老一少”比例上升后的投资机会，少儿经济和银发经济机会大	12
<b>3、从中国新到全球新，开启创新国际化之路</b>	<b>18</b>
3.1、创新药国际化：从中国新走向全球新拉开序幕	18
3.2、器械国际化：从普耗走向高耗	20
3.3、CXO 国际化：疫情后期恢复显著，新业务拓展正当时	21
<b>4、行情回顾与展望：2021 上半年 CXO、新冠疫苗、医美、中药等多个主题轮动</b>	<b>26</b>
<b>5、紧扣“内外双循环”大主线，掘金一老一少和创新国际化</b>	<b>27</b>
<b>6、重点公司</b>	<b>29</b>
6.1、锦欣生殖 (1951.HK)：外延布局持续深化，辅助生殖龙头快速发展	29
6.2、欧普康视 (300595.SZ)：视光综合服务商华丽升级，定增明确扩张加速期已至	30
6.3、迈瑞医疗 (300760.SZ)：器械龙头加速发展，开启增长新动能	32
6.4、翔宇医疗 (688626.SH)：拥有提供一体化解决方案的能力，国内康复医疗器械领军者	33
6.5、博雅生物 (300294.SZ)：央企入主有望促进血制品长期发展	37
6.6、信达生物 (1801.HK)：Biotech 明星逐步成长为国际化 Big Pharma	38
6.7、荣昌生物 (9995.HK)：领衔 ADC 与双抗，双赛道走向国际化	39
6.8、奕瑞科技 (688301.SH)：X 射线探测器全球寡头，影像设备核心零部件一站式服务商雏形已现	44
6.9、奥精医疗 (688613.SH)：精耕行业技术领先，骨缺损修复隐形龙头风正扬帆	45
6.10、威高股份 (1066.HK)：医疗器械整体方案解决者，龙头价值有望重估	46
6.11、药明康德 (603259.SH/ 2359.HK)：一体化战略稳健持续，细胞基因治疗 CDMO 有望放彩	47
6.12、药石科技 (300725.SZ)：小分子砌块龙头，打通 CDMO 延伸链	48
<b>7、风险分析</b>	<b>49</b>

## 图目录

图 1: 全球部分国家新冠疫苗接种总量 (亿剂次) .....	6
图 2: 全球部分国家新冠疫苗每百人接种量 (剂次) .....	7
图 3: 以色列的新冠确诊数随疫苗接种率提升而下降.....	7
图 4: 意大利的新冠确诊数随疫苗接种率提升而下降.....	7
图 5: 全球部分国家新冠疫苗每日接种量 (7 日移动平均, 万剂次) .....	7
图 6: 全球新冠肺炎确诊情况 (2020.1.1-2021.6.30) .....	8
图 7: 2000-2020 年我国新生儿数量 (万人) .....	12
图 8: 少儿经济与银发经济所涉医药类公司 .....	12
图 9: 辅助生殖行业雪球效应明显 .....	14
图 10: 2018 年我国各年龄段龋齿率 .....	15
图 11: 2014~2020 种植及正畸数量 (万例) .....	15
图 12: 中国微创外科手术数量 (百万, 2015-2024E) .....	16
图 13: 2014~2020 我国康复医疗器械市场规模 (亿元) .....	16
图 14: 康复一体化流程 .....	17
图 15: 2000-2020 年医疗仪器与器械出口额 (亿美元) .....	21
图 16: 迈瑞医疗与蓝帆医疗海外收入 (亿元) .....	21
图 17: 2011-2021Q2 全球一级市场 Biotech 融资额 (亿美元) .....	22
图 18: 19-21Q1 部分 CXO 公司单季度营收 (亿元) .....	22
图 19: 19-21Q1 部分 CXO 公司单季度营业收入同比增长情况.....	23
图 20: 19-21Q1 部分 CXO 公司单季度营业收入环比增长情况.....	23
图 21: 中国 CRO 市场规模划分 .....	24
图 22: A 股大盘指数和各申万一级行业涨跌幅情况 (2021H1) .....	26
图 23: A 股医药生物板块和子行业涨跌幅情况 (2021H1) .....	26
图 24: 医药生物行业 2021H1 涨跌幅 (2021.1.1-2021.6.30) .....	27
图 25: 翔宇医疗 2017~2020 年毛利率 .....	33
图 26: 2010~2019 康复医院诊疗人次 .....	34
图 27: 翔宇医疗 2017~2020 年研发费用 (万元) 及研发费用率 .....	35
图 28: 泰它西普显著改善了 PPS 患者的 SRI-4 应答率.....	41
图 29: 泰它西普显著改善了 FAS 患者的 SRI-4 应答率 .....	41
图 30: 纬迪西妥单抗在 HER2 过表达胃癌或胃食管结合部腺癌患者中显示出具有临床意义的缓解效果 .....	41
图 31: 泰它西普销售收入预测 .....	43
图 32: 纬迪西妥单抗销售收入预测 .....	43
图 33: 2015~2020 年奕瑞科技研发费用投入 (百万元) .....	44
图 34: 2017~2020 年奕瑞科技、康众医疗研发费用率对比 .....	44
图 35: 2017-2020 年公司营收利润 (左轴) 及增速 (右轴) .....	45
图 36: 2017~2020 年公司研发费用及占营收比.....	46
图 37: 公司已进入的部分境内三甲医院.....	46

## 表目录

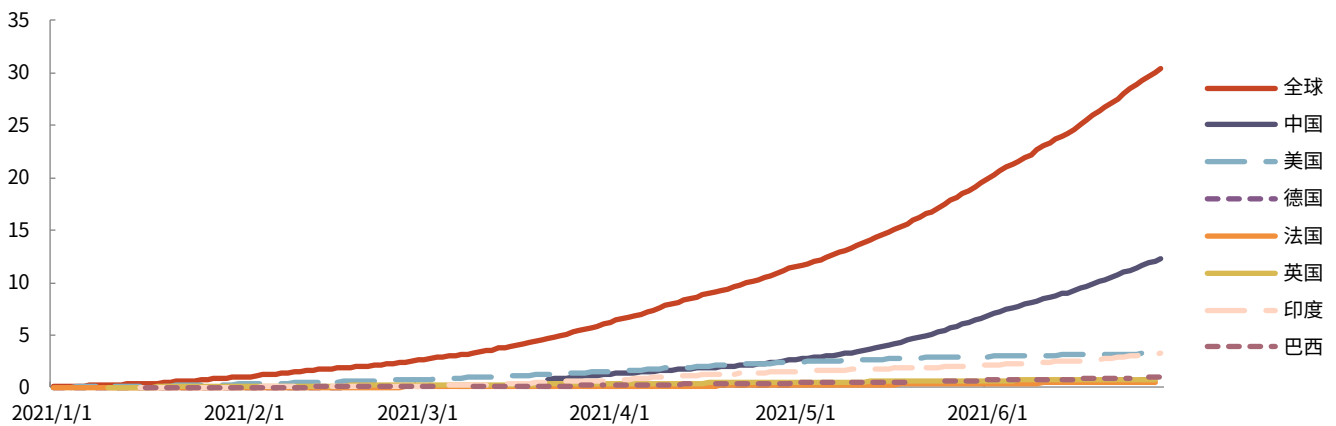
表 1: 新冠疫情发生以来医药领域部分政策梳理 .....	9
表 2: 第七次全国人口普查主要数据 .....	11
表 3: 鼓励生育政策持续加码 .....	13
表 4: 2018~2025 年人工晶体市场容量预测 .....	15
表 5: 2020 年以来的部分国产创新药 license-out 情况 .....	18
表 6: 医疗器械上市公司出口情况 .....	20
表 7: 2020-2021Q2 CXO 公司投资活动 .....	25
表 8: 医药行业各子板块 2021H1 单月涨跌幅 .....	26
表 9: A 股医药行业涨跌幅 Top20 (2021.1.1-2021.6.30) .....	27
表 10: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级 .....	28
表 11: 典型视光中心爬坡模型, 单位: 万元 .....	30
表 12: 视光门诊空间测算 .....	31
表 13: 翔宇医疗主要产品类别 .....	33
表 14: 翔宇医疗营收预测表 .....	35
表 15: 翔宇医疗的可比公司估值表 .....	36
表 16: 荣昌生物产品研发进展 (截至 2021.06) .....	39
表 17: 荣昌生物募集资金拟投资项目 (万元) .....	42
表 18: 荣昌生物收入结构预测 .....	42
表 19: 荣昌生物绝对估值表 .....	43

# 1、后疫情时代：疫情逐步得到控制，医药行业政策迎来深远变革

## 1.1、全球疫苗接种率持续上升，新冠疫情将得到有效控制

截至 2021.6.29，全球新冠疫苗接种总量已经达到 30.44 亿剂次，其中中国接种总量 12.26 亿剂次。部分发达国家的接种情况为：美国 3.25 亿剂次、德国 0.74 亿剂次、法国 0.53 亿剂次（截至 6.28）、英国 0.77 亿剂次（截至 6.28）。部分疫情较为严重的国家接种情况为：印度 3.27 亿剂次、巴西 0.99 亿剂次。全球新冠疫苗接种工作稳步推进。

图 1：全球部分国家新冠疫苗接种总量（亿剂次）

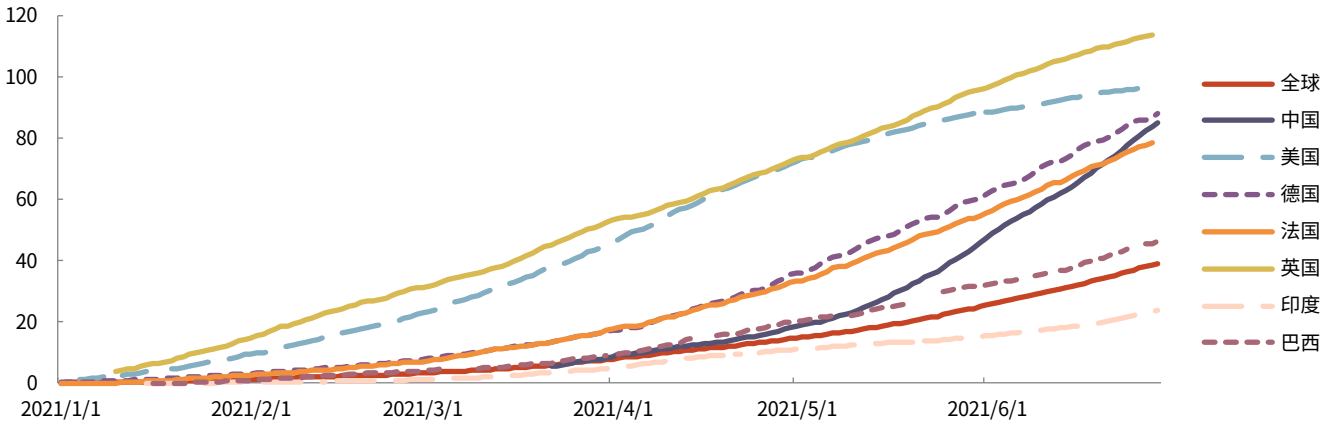


资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

数据截至：2021 年 6 月 29 日

截至 2021.6.29，全球新冠疫苗每百人接种量达到 39.05 剂次，距离实现群体免疫仍然具有较大的接种量缺口，并且在不同的国家和地区间具有较大差距，其中接种率较高的国家包括：中国 85.16 剂次、美国 97.22 剂次、德国 88.03 剂次、法国 78.57 剂次（截至 6.28）、英国 113.87 剂次（截至 6.28）。而近期疫情较严重的印度和巴西新冠疫苗每百人接种量分别仅有 23.73 剂次、46.49 剂次，仍不足以实现对疫情的有效控制。根据以色列、意大利等率先实现较高接种率的国家经验来看，实现疫苗群体免疫对于控制疫情有着立竿见影的效果。而总体来看，目前全球的新冠疫苗接种量仍有巨大缺口，尚未在世界范围内广泛建立群体免疫的防线。

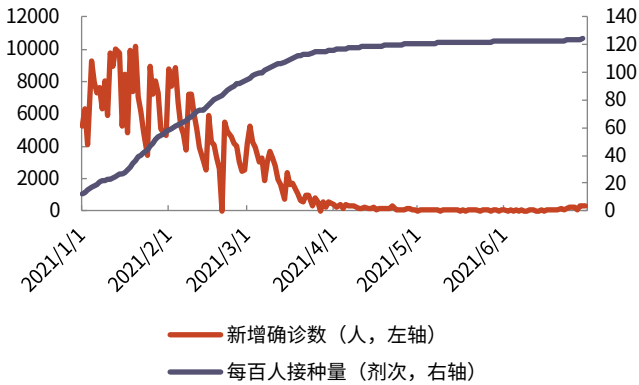
图 2：全球部分国家新冠疫苗每百人接种量（剂次）



资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

数据截至：2021 年 6 月 29 日

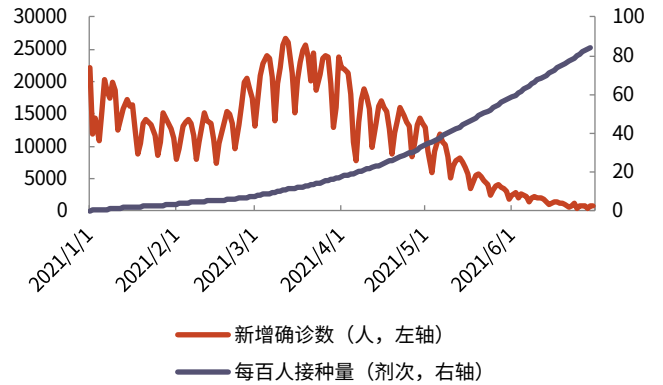
图 3：以色列的新冠确诊数随疫苗接种率提升而下降



资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

数据截至：2021 年 6 月 29 日

图 4：意大利的新冠确诊数随疫苗接种率提升而下降

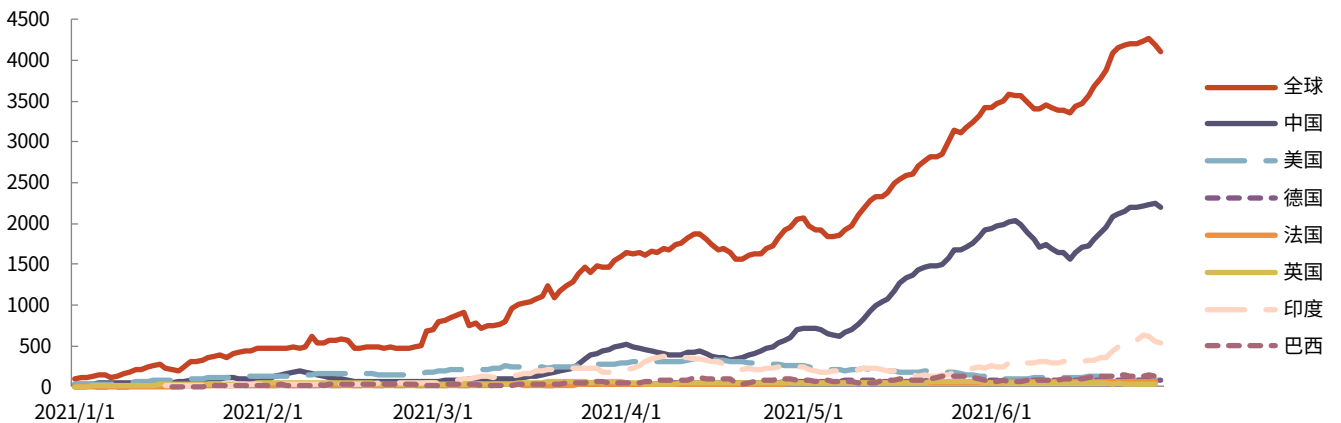


资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

数据截至：2021 年 6 月 29 日

截至 2021.6.29，全球新冠疫苗每日接种量（7 日移动平均，下同）达到 4105.56 万剂次，其中中国达到 2199.30 万剂次，成为全球新冠疫苗接种的主力。

图 5：全球部分国家新冠疫苗每日接种量（7 日移动平均，万剂次）

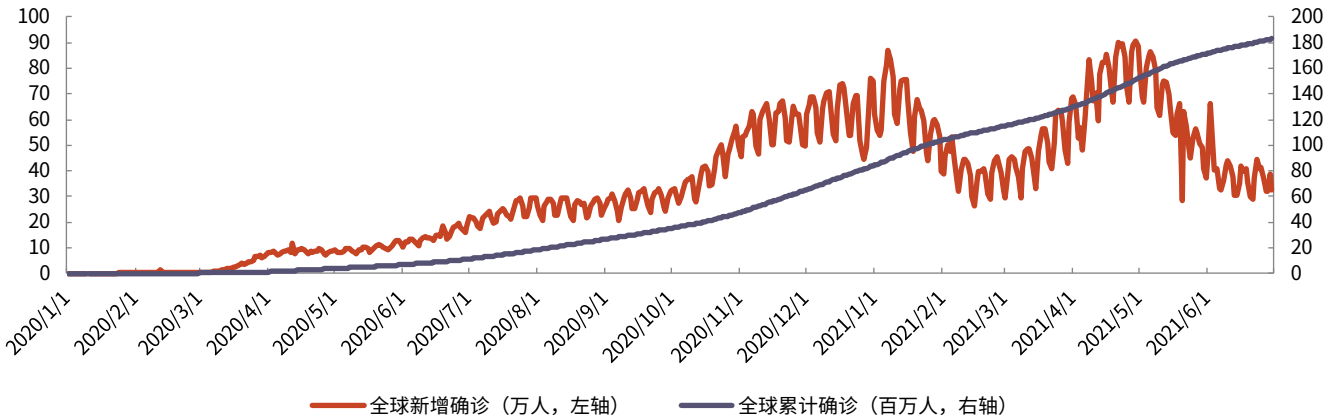


资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

数据截至：2021 年 6 月 29 日

截至 2021.6.30，全球新冠肺炎累计确诊 1.83 亿人，当日新增确诊 32.48 万人。全球新增确诊的人数自 2021.5 以来已经呈现持续下降趋势，预计随着全球范围内新冠疫苗接种率的提升和各国防疫措施的推行，新冠疫情将逐步得到控制，各种经济活动逐渐恢复正常，全球逐步进入后疫情时代。

图 6：全球新冠肺炎确诊情况（2020.1.1-2021.6.30）



资料来源：同花顺 iFind、光大证券研究所

## 1.2、 疫情以来政策频出，医药行业迎来深刻变革

我们曾在 2020.3.6 发布的《疫情之下，医疗卫生体系及产业变革路径——新冠肺炎系列跟踪报告之二》中指出，我国在卫生总费用、疾病动态监测与预警系统、不同部门之间协调、医院和医生补偿与激励机制、商业保险、慈善制度等方面仍有改进的空间，医药产业新一轮变革有望开启，后续完善防疫体系、定向支持医药产业的政策将陆续出台，诸多子行业将迎来发展机遇期，如互联网医疗、医疗防护、医疗设备、疫苗、血制品、抗病毒药物、CRO、ICL 等。

正如我们此前所预测，新冠疫情对中国整个医药卫生领域造成了巨大的影响，自疫情以来医药行业政策频出，部分重要政策将对产业的发展产生深远影响，行业即将迎来深刻变革，分领域来看：

- **疫情防控：**在 2020 年上半年疫情开始发展蔓延的阶段，为减少人群聚集，互联网医疗得到迅速发展，同时国家药监局也对抗疫产品做出了加快审批等措施；同时我国疫情防控的部分能力短板也得以暴露，因此国家将重点建设公共卫生防控救治能力，《中华人民共和国生物安全法》也正式通过；2021 年 5 月，国家疾控局挂牌，疾控机构职能从单纯预防控制疾病向全面维护和促进全人群健康转变，公共卫生的地位逐步提升；
- **医保：**《中共中央 国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》明确了未来待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管等重要机制和医药服务供给、医保管理服务等关键领域的改革目标；DRGs 和 DIP 等支付方式改革开始试点；《医疗保障法》开始征求意见，未来将规范医疗保障关系，健全高质量多层次医疗保障体系；
- **医药：**《药品注册管理办法》、《药物临床试验质量管理规范》等陆续出台，制度建设持续完善，鼓励创新的导向明确；药品集采工作未来将逐步走向常态化，并逐步扩大高值医用耗材的覆盖范围，引导促进药品和耗材的价格回归合理水平；



- **医疗：**药事管理、药学服务等改革力度持续加强，促进合理用药；且在疫情期间对互联网医疗的大力支持加速了行业的发展；对中医药的支持力度持续加大。

新冠肺炎疫情对于中国的医药行业政策环境产生了深远的影响，从产业层面来看，疫情防控的相关工作促进了部分行业加速发展，如互联网医疗、新冠疫苗、医疗防护、公共卫生体系建设等；从更加长远的角度来看，此次疫情使得医药卫生行业的重要性凸显，在全社会的关注度有显著提升，医保、医药、医疗各方面的改革工作持续稳健推进，促使全行业日趋规范化、健康发展。

表 1：新冠疫情发生以来医药领域部分政策梳理

时间	疫情防控	医保	医药	医疗
2020 年 1 月		国家医保局印发了《医疗机构医疗保障定点管理暂行办法》和《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》，进一步促进定点医疗机构和零售药店管理的规范化、法治化	市场监管总局发布《药品注册管理办法》，持续规范药品注册行为，保证药品的安全、有效和质量可控	
2020 年 2 月	国家医保局 国家卫生健康委《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》方便广大参保人员就医购药，减少人群聚集和交叉感染风险			国家卫健委等多部门联合印发《关于加强医疗机构药事管理 促进合理用药的意见》进一步加强医疗机构药事管理和药学服务，加大药品使用改革力度，全链条推进药品领域改革，提升医疗机构管理水平，促进合理用药
2020 年 3 月	国家药监局应急审批新冠检测产品、加快医用防护服注册审批和生产许可	《中共中央 国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》明确了待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管等重要机制和医药服务供给、医保管理服务等关键领域的改革目标		
2020 年 4 月			国家药监局会同国家卫健委修订发布《药物临床试验质量管理规范》，鼓励创新，进一步推动我国药物临床试验规范研究和提升质量	
2020 年 5 月	国家发改委等部门公布《公共卫生防控救治能力建设方案》，方案着力提升重大疫情防控救治能力短板。			《国家卫生健康委办公厅关于进一步完善预约诊疗制度加强智慧医院建设的通知》持续巩固疫情防控成果和改善医疗服务，加快推进线上线下一体化的医疗服务新模式
2020 年 6 月		《国家医疗保障局办公室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》		
2020 年 8 月			《国家医疗保障局关于建立医药价格和招采信用评价制度的指导意见》推进完善以市场为主导的医药价格形成机制，促进医药企业按照公平、合理和诚实信用、质价相符的原则制定价格	
2020 年 10 月	全国人大常委会通过《中华人民共和国生物安全法》	《国家医疗保障局办公室关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》； 《国家医疗保障局关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》大力支持“互联网+”医疗服务模式创新，进一步满足人民群众对便捷医疗服务的需求，提高医保管理服务水平，提升医保基金使用效率		《工业和信息化部办公厅 国家卫生健康委办公厅关于进一步加强远程医疗网络能力建设的通知》推进“互联网+”在医疗健康领域的应用发展，增强基层卫生防疫能力
2020 年 11 月		《国家医疗保障局办公室关于印发国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范及 DIP 病种目录库（1.0 版）的通知》	国家药监局综合司公开征求《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》意见，加强药品网络销售监督管理，规范药品网络销售行为	
2021 年 1 月			《国务院办公厅关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展，健全政府组织、联盟采购、平台操作的工作机制，加快	

			形成全国统一开放的药品集中采购市场，引导药品价格回归合理水平	
2021年2月				国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》，针对多个方面破解中医药发展存在的问题，更好发挥中医药特色和比较优势，推动中医药和西医药相互补充、协调发展
2021年5月	国家疾病预防控制中心正式挂牌，疾控机构职能从单纯预防控制疾病向全面维护和促进全人群健康转变，新机构将承担制订传染病防控政策等五大职能。			
2021年6月		国家医疗保障局关于《医疗保障法（征求意见稿）》公开征求意见，未来将规范医疗保障关系，健全高质量多层次医疗保障体系，维护公民医疗保障合法权益，推动医疗保障事业健康发展	国家医保局联合多部门印发《关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和指导使用的指导意见》明确将逐步扩大覆盖范围，促进高值医用耗材价格回归合理水平	

资料来源：中国政府网、国家医保局官网、国家药监局官网、国家卫健委官网、光大证券研究所整理

## 2、人口结构发生深刻变化，少儿经济与银发经济或共迎成长期

### 2.1、人口结构发生深刻变化，“一老一少”比例上升

2021年5月11日，国家统计局发布了第七次全国人口普查公告和主要数据，当前我国人口结构的主要特征和变化总结如下：

**1) 人口总量维持低增长，城镇化进程快：**2020年全国人口（指我国大陆31个省、自治区、直辖市和现役军人的人口，不包括居住在31个省、自治区、直辖市的港澳台居民和外籍人员）141178万人，在2010年（第六次全国人口普查数据）133972万人基础上，增加7206万人，增长5.38%，年平均增长率为0.53%，较2000年-2010年的年平均增长率0.57%，下降0.04pct，2011-2020年我国人口维持低增长。居住在城镇的人口90199万人，占63.89%；居住在乡村的人口50979万人，占36.11%。与2010年相比，城镇人口增加23642万人，乡村人口减少16436万人，城镇人口比重上升14.21pct，城镇化进程受益于经济快速发展等多因素影响稳步推进。

**2) 少儿人口比重回升，老龄化程度加深，劳动力人口占比下滑：**根据最新普查数据，0-14岁人口为25338万人，占17.95%；15-59岁人口为89438万人，占63.35%；60岁及以上人口为26402万人，占18.70%（其中，65岁及以上人口为19064万人，占13.50%）。与2010年相比，0-14岁、60岁及以上人口的比重分别上升1.35pct、5.44pct，而15-59岁年龄段人口，下降6.79pct。我国少儿人口比重回升，生育政策调整初见成效。同时，人口老龄化程度进一步加深，劳动力人口占比下滑，未来将持续面临人口长期均衡发展的压力。

**3) 性别结构得到改善，人口受教育水平快速提升：**2020年我国男性人口72334万人，占51.24%；女性人口68844万人，占48.76%。总人口性别比（以女性为100，男性对女性的比例）为105.07，与2010年基本持平，略有降低。新出生人口性别比（男/女）111.3，较2010年下降6.8。我国人口的性别结构持续改善。与2010年人口普查相比，2020年每十万人中拥有大学文化程度的人由8930人上升为15467人；拥有大学文化程度的人口由11964人上升为21836人，2020年文盲率2.67%，比2010年下降1.41pct。2020年平均受教育年限由9.08提高至9.91年，受教育水平快速提升，人口红利逐步向人才红利转变。

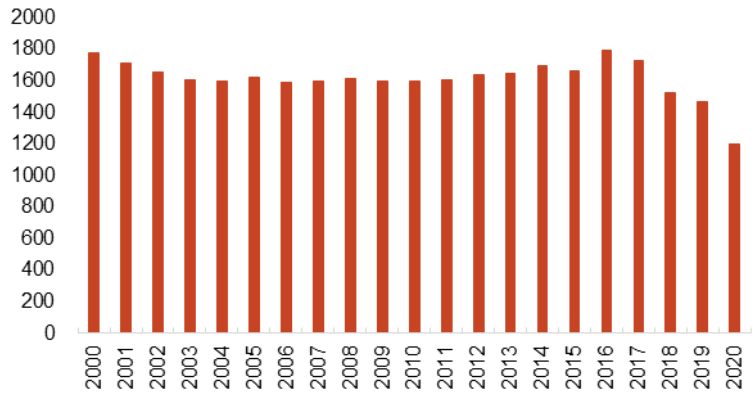
表 2：第七次全国人口普查主要数据

项目	2020	2010	2020 相对 2010
人口总量			
人口总量 (万人)	141178	133972	7206 (+5.38%)
年平均增长率 (CAGR)	0.53% (较 2020 年) 0.57% (较 2000 年)		
年龄构成			
0—14 岁人口及 (占比), 万人	25338 (17.95%)	22246 (16.60%)	3092 (1.35%)
15-59 岁人口及 (占比), 万人	89438 (63.35%)	93962 (70.14%)	-4524 (-6.79%)
60 岁以上人口及 (占比), 万人	26402 (18.70%)	17765 (13.26%)	8637 (5.44%)
65 岁以上人口及 (占比), 万人	19064 (13.50%)	11883 (8.87%)	7181 (4.63%)
人口地区分布			
东部地区人口占比	39.93%		+2.15pct
中部地区人口占比	25.83%		-0.79pct
西部地区人口占比	27.12%		+0.22pct
东北地区人口占比	6.98%		-1.20pct
性别构成			
男性人口及 (占比), 万人	72334 (51.24%)	68685(51.27%)	3649(-0.03%)
女性人口及 (占比), 万人	68844 (48.76%)	65287(48.73%)	3557(0.03%)
总人口性别比 (男/女, 女性 100 基数)	105.07	105.2	基本持平
出生人口性别比 (男/女, 女性 100 基数)	111.3	118.1	-6.8
受教育程度人口			
大学文化程度 (万人)	21836	11964	9872
每 10 万人中具有大学文化程度人数 (人)	15467	8930	6537
15 岁及以上人口的平均受教育年限 (年)	9.91	9.08	0.83
文盲率	2.67%	4.08%	-1.41pct
城乡人口			
居住城镇人口及 (占比), 万人	90199 (63.89%)	66558 (49.68%)	23642(14.21%)
居住农村人口及 (占比), 万人	50979 (36.11%)	67415 (50.32%)	-16436(-14.21%)
民族人口			
汉族人口及 (占比), 万人	128631 (91.11%)	122593 (91.51%)	6038(0.04%)
各少数民族人口及 (占比), 万人	12547 (8.89%)	11379 (8.49%)	1168(-0.04%)
户别人口			
家庭户 (万户)	49416	40152	9264
家庭户人口 (万人)	129281	124461	4820
平均每个家庭户人口 (人)	2.62	3.1	-0.48
集体户 (万户)	2853		
集体户人口 (万人)	11897		

资料来源：国家统计局、光大证券研究所

**二胎生育高峰回落，出生人口不断下滑：**尽管 2011-2020 年出生人口规模大，但是二胎生育高峰回落，出生率和出生人口开始不断下滑。二胎政策全面放开后，2016、2017 年出生人口大幅增加，分别超过 1800 万、1700 万，且从生育孩次看，出生人口中“二孩”占比由 2013 年的 30% 左右上升到 2017 年的 50% 左右，此后二胎生育高峰回落，普查数据结果显示，2020 年我国出生人口 1200 万人，为近年来最低值，此外“二孩”出生占比有所下降，但仍高于 40%。

图 7：2000-2020 年我国新生儿数量（万人）



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2.2、 重视“一老一少”比例上升后的投资机会，少儿经济和银发经济机会大

**鼓励生育政策逐步加码。**目前我国有 3 亿多育龄妇女，但是 2020 年育龄妇女总和生育率为 1.3，尽管考虑到疫情因素，仍处于较低水平。低生育率将成为我国面临的现实问题，2013 年起，我国生育鼓励政策持续加码。

图 8：少儿经济与银发经济所涉医药类公司



资料来源：光大证券研究所总结

表 3：鼓励生育政策持续加码

时间	名称	颁布单位	主要内容
2013.11.12	中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定	中国共产党第十八届中央委员会	“单独二胎”政策，即坚持计划生育的基本国策，启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策，各省市逐步调整完善生育政策。
2015.12.18	关于修改《中华人民共和国人口与计划生育法》的决定	全国人民代表大会常务委员会	“全面二胎”政策，即国家提倡一胎夫妻生育两个子女，不论地区、城乡、民族。（注意：人们所说的广义上的“二胎政策”即为“二胎政策”，若夫妻头胎为双胞胎或多胞胎，则不符合政策的生育要求。）
2021.05.31	关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定	中共中央政治局	“三孩政策”，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套措施，包括教育、休假、保险、税收、住房、女性就业等。

资料来源：政府网站，光大证券研究所

**辅助生殖服务的全球市场持续增长，对标海外成熟市场，中国辅助生殖服务市场处于快速增长时期。**根据弗若斯特沙利文分析，2014年-2018年，中国辅助生殖服务市场规模以13.6%复合年增长率增长，达到252亿元。预计2018年-2023年将以14.5%的复合年增长率增长，达到496亿元。

中国辅助生殖服务市场增长主要受三大关键因素驱动：

#### 辅助生殖服务的需求增加

**不孕症患病率：**随着平均生育年龄的增加，预期中国不孕症的患病率将继续上升。中国年轻人中不健康的生活方式，例如长时间使用电子设备、不良睡眠习惯以及环境污染，可能会进一步影响不孕症的患病率。

**二胎及三胎政策：**2015年实施二胎政策，越来越多家庭受鼓励或会生育第二个孩子。这些家庭的女士由于年龄增长等因素趋于面临难以受孕的困扰，增加了辅助生殖服务的需求。三胎政策推出后有望进一步刺激需求释放。

**提高对辅助生殖服务的认识：**生活水平提高导致对辅助生殖服务的认识和使用增加。中国目前较低的辅助生殖服务渗透率仍有提升空间。

#### 辅助生殖服务的可负担性日益提高。

随着中国居民年度人均可支配收入继续增长，预期中国人民将可获得更可负担的辅助生殖服务，这将增加医疗服务的消费并进一步推动对辅助生殖服务的需求。

#### 增加辅助生殖服务市场的投资。

中国辅助生殖服务市场的巨大增长潜力吸引了投资的增加，预期有关投资将带来业务扩展、引入更先进的技术和医疗设备等。

**行业雪球效应明显，民营辅助生殖机构有望迎来快速增长。**辅助生殖本身是一种相对高端的医疗服务，追求高效率且资源有限的公立机构通常不能为用户提供更加细致和贴心的服务，给民营企业留下了服务提升的空间。从世界各地辅助生殖行业现状来看，国内辅助生殖技术从技术丰富程度、核心指标成功率、操作规范等各方面已达世界先进水平，辅助生殖技术逐渐被消费者认可，民营医疗机构也逐渐培育起和患者之间的信任度。考虑到辅助生殖服务的特性，口碑和成功率具有引流作用，当前行业雪球效应明显，前排公司有望凭借技术及品牌优势实现集中度提升，龙头民营机构有望强者恒强。

图 9：辅助生殖行业雪球效应明显



资料来源：光大证券研究所绘制

**少儿经济潜力大,青少年眼健康、口腔健康及生长激素等行业有望享受行业红利。**青少年眼健康状况日趋严峻,近视眼发病率高。根据国家卫健委公布的 2018 年全国儿童青少年近视调查结果,2018 年全国儿童青少年总体近视率达 53.6%。疫情改变了人们的生活方式,网上上课的趋势化加剧了用眼强度,对视觉健康造成更大影响,近视人群高发化、低龄化、高度化的形势严峻,带来了更多眼科医疗服务需求。此外,口腔健康也值得关注,儿童口腔患病严重,据《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》数据显示,2005 年-2015 年儿童口腔健康质量指标水平快速下降,12 岁儿童患龋率为 38.5%,十年间增加 9.6 个百分点;2015 年 5 岁儿童乳牙患龋率达到 72%,十年间增加约 6 个百分点。七普数据显示我国 0-14 岁人口为 25338 万人,适龄儿童数量庞大。巨大的客户群体,叠加消费升级驱动,儿童口腔、眼科市场有望迎来进一步市场红利。此外,生长激素、脱敏治疗等领域也有类似逻辑。

**“银发经济”发展,老龄化疾病防治需求有望释放。**人口老龄化将提升老年产品和服务消费,从而促进“银发经济”发展,老龄化疾病防治需求有望进一步释放。

#### 1) 眼科——白内障：

白内障根据发病原因可以分为先天性白内障、老年性白内障、外伤性白内障和并发性白内障。其中,老年性白内障所占比例最高。据中华医学会眼科分会统计,2018 年我国 60-89 岁人群白内障发病率是 80%,90 岁以上人群白内障发病率达到 90%以上。

植入人工晶状体手术是治疗白内障的唯一有效方法,国内手术率仍较低,未来市场空间有望达到 184 亿元。白内障手术植入人工晶状体是目前唯一有效的治疗方法。当前,欧美、日本等发达国家的每百万人口手术实施例数(CSR)超过 10,000。相比之下,据中国统计年鉴和防盲致盲网数据,我国 2018 年的每百万

人口 CSR 为 2662，2018 年全国白内障手术实施例数仅 370 万例，依然与发达国家数据相距甚远。假设 2019 及 2020 年因阳光计划政策收尾，存量市场整理 CSR 暂无增长，2021 年后恢复稳定增长，我国 CSR 在 2025 年有望达到 4000 以上及接近发达国家一半的水平，按照人工晶体 3000 元/片价格计算市场容量可达 184 亿元。

表 4：2018~2025 年人工晶体市场容量预测

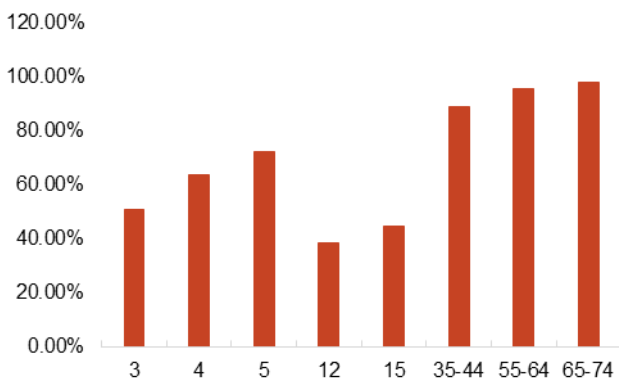
	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全国人口（百万）	1395	1400	1405	1409	1414	1419	1424	1428
全国人口同比增长	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
百万人口白内障手术例数（CSR）	2662	2662	2662	2928	3221	3543	3897	4287
CSR 同比增长	21.0%	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
白内障手术量（万例）	371	373	374	413	456	503	555	612
人工晶状体价格（元/片）		3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000
人工晶状体市场规模（亿元）		112	112	124	137	151	166	184

资料来源：中国医疗器械白皮书、光大证券研究所预测

## 2) 牙科——种植牙

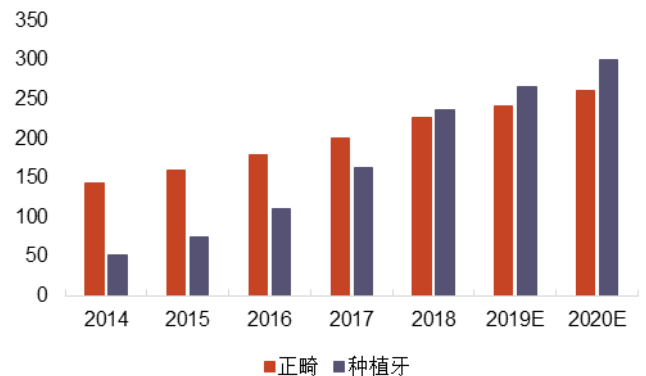
种植牙市场空间大，到 2030 年终端市场规模或超 8000 亿元。龋齿是一种高发疾病，尤其多见于老年人。2018 年我国老年人龋齿发病率高达 90% 以上，种植牙为治疗龋齿的首选方法，潜在受益人群可达 2 亿人。2014-2018 年，我国种植牙市场规模复合增长率达到 47%，2018 年我国种植牙数量为 240 万例，客单价约为两万元，即对应市场规模约为 500 亿元。根据中华口腔医学会预测，2018~2020 年种植牙渗透率仍将按照相似增速提升，但对比美国等发达地区我国种植牙渗透率低，2020 年仅为 1.3%。随着种植牙市场的高速增长，我国种植牙市场渗透率将实现快速提升，随着渗透率的提升，市场规模的复合增长率或将有小幅放缓，因此我们认为未来五至十年，种植牙市场的复合增长率将为 40%。按此速度推算，2030 年我国种植牙的数量将达到 6500 万例，渗透率为 28%（美国 2017 年渗透率约为 25%），按照 1.2 万元客单价计算，对应终端市场规模超过 8000 亿元。

图 10：2018 年我国各年龄段龋齿率



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 11：2014~2020 种植及正畸数量（万例）



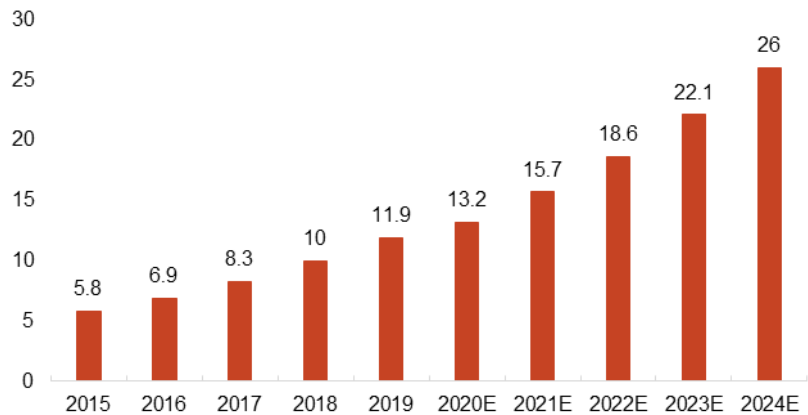
资料来源：中华口腔医学会预测，光大证券研究所

## 3) 微创手术

微创手术快速增长，内镜诊疗渗透率有较大提升空间。按照手术路径划分，可以将临床手术分为开放手术和微创手术。相比开放手术，微创手术对患者的创伤大

大减少，患者的恢复加快，并发症减少。灼识咨询的数据显示，中国微创外科手术数量从 2015 年的 580 万例增长到 2019 年的 1190 万例，2015-2019CAGR 为 19.5%，保持快速增长的趋势；预计到 2024 年微创外科手术量将达到 2600 万例，2020-2024CAGR 为 18.5%，继续保持快速增长的态势。微创手术又可分为腔镜手术和内镜手术，《中国消化内镜技术发展现状》数据显示，中国内镜诊疗渗透率相比发达国家仍有较大提升空间。

图 12：中国微创外科手术数量（百万，2015-2024E）

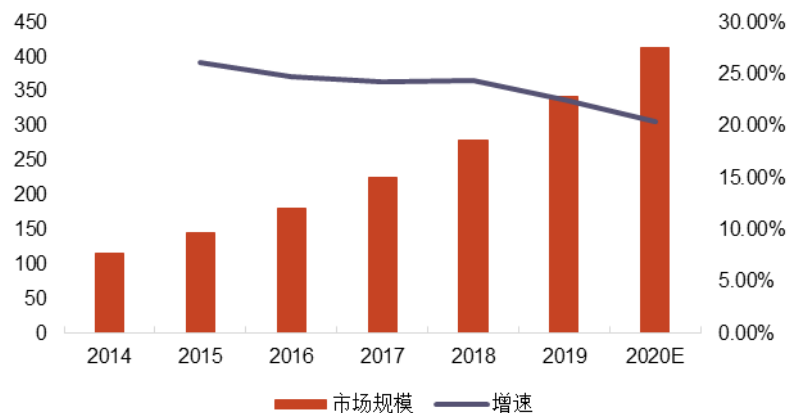


资料来源：灼识咨询，引自康基医疗招股书，光大证券研究所整理

#### 4) 康复器械：

康复医学市场空间大，市场较为分散。康复医学是一门以消除和减轻人的功能障碍，弥补和重建人的功能缺失，设法改善和提高人的各方面功能的医学学科，与预防医学、临床医学和保健医学被 WHO 称为“四大医学”，在现代医学体系中发挥愈发重要的作用。对于老年人，尤其是接受过手术治疗或存在慢性疾病的老年人来言，康复训练对其改善生活质量有显著帮助。根据弗若斯特沙利文数据，近年我国康复医疗器械行业市场规模不断增长，2019 年规模为 343 亿元，2007-2019 年复合增长率为 13.26%，预计 2020 年规模可达 413 亿元。

图 13：2014~2020 我国康复医疗器械市场规模（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所



### 国家政策正在大力支持康复行业的发展。

#### ● 出台政策完善三级康复医疗服务体系

自 2012 年起，国家开始出台政策建立我国三级康复医疗服务体系。根据翔宇医疗招股说明书，截至 2019 年，国家已经逐步出台多项标准，要求综合医院康复医学科、康复医院、康复医疗中心、医养结合机构按照各自标准完善标准化建设体系，规定二级以上等综合医院设立开设康复医学科、鼓励民营资本投入康复医院、支持二级综合医院转变为康复专科医院。

#### ● 完善康复相关医保政策

2016 年，人力资源社会保障部、国家卫生计生委、民政部、财政部、国残联联合发布了《关于新增部分医疗康复项目纳入基本医疗保险支付范围的通知》，规定将康复综合评定等 20 项医疗康复项目纳入基本医保支付体系内。与此同时，要求各级残联充分发挥保障残疾人权益的作用，加强社会力量对残疾人实施康复救助。截至 2021 年 6 月底我国共有 29 项康复医疗项目纳入医疗保障支付范围。对康复医疗的发展无疑是一个极大的鼓励。

### 产品线是实现康复一体化的基础。

拥有提供一体化解决方案的能力的前提是公司拥有提供全领域的康复医疗器械产品的能力，这将在我国康复器械公司仅在细分领域出现领跑者的现状下占有先发优势。拥有提供一体化解决方案的能力是未来龙头企业的主要优势。在康复医疗发展先进的美国德国等地区，临床科室与康复科室形成紧密联系，康复团队深入到临床科室，在治疗的同时可以享受到早期康复所带来的疗效，不把康复治疗与临床治疗分离。而我国目前也在向发达国家看齐，逐步建立“康复一体化”模式。通过“一体化”模式促进患者的功能恢复，同时减少术后并发症。“重手术，轻康复”的观念逐步转变为“重康复、轻手术”，让患者在最佳时期获得康复治疗。

图 14：康复一体化流程



资料来源：翔宇医疗招股书，光大证券研究所

### 5) 养老产业：居家养老为主

养老产业可分为四种模式——居家养老、社区养老、机构养老和医养结合，根据国家统计局及《第四次中国城乡老年人生活状况抽样调查》预测，国内潜在养老市场超 5000 亿元。按照各地颁布的“9073”养老办法，我们的发展目标是：90% 的老人为居家养老；7% 的老人适用社区养老，即只需要护理不需要床位；3% 的

老人适用机构养老，即既需要床位，也需要护理。若考虑老龄化加剧和居民收入水平和退休待遇提升，产业潜在空间还会继续扩大。

### 3、从中国新到全球新，开启创新国际化之路

此次新冠疫情对于中国的医药产业既是挑战，同时也是一个历史性机遇。在疫情期间，国内器械行业直接受益于抗疫需求的拉动，如新冠检测设备、手套、口罩、呼吸机等出口大增；并且由于新冠疫情在其他国家蔓延，而中国的疫情控制程度较好，CXO 产业链有望因此实现全球市占率提升。

随着中国医药产业创新能力逐步提升，国产创新药、创新器械、CXO 开始逐步具备全球竞争力，实现出口或对外授权，未来将逐步升级到创新全球化的全新阶段，突破国内市场容量天花板，在世界范围内打开新的增长空间，享受全球市场的红利。

#### 3.1、创新药国际化：从中国新走向全球新拉开序幕

经过多年的创新药研发积累与沉淀，部分国内创新药龙头企业已经具备不俗的创新药研发实力，从 me-too 类创新逐步升级到 me-better 和 First-in-Class 级别的创新，开始逐步培养参与全球竞争的创新产品力。这一过程中最明显的标志就是创新药 license-out，将国产的创新药产品授权给国际一流的创新药企业，如礼来引进了信达生物的信迪利单抗、君实生物的新冠抗体 JS016、复创医药的 Bcl-2 抑制剂 FCN-338，诺华引进了百济神州的替雷利珠单抗，艾伯维引进了天境生物的抗 CD47 单抗 Lenzoparlimab 等。

我们早在 2020.5.22 发布的《从药物经济学看创新药定价逻辑的重塑——创新药深度研究系列四》中就提出，由于国内的创新药研发竞争激烈，且患者支付能力有限，若要实现一个药物分子的商业价值最大化，则应当考虑开拓国际市场，包括对外授权、开展国际多中心临床然后在其他国家和地区申报上市等，将药物临床价值在尽可能多的市场中变现为商业价值。

创新国际化是中国制药产业升级换代的必由之路，也是中国创新药企业参与全球竞争、成为跨国药企大平台的必然选择，在创新国际化方向上具备领先优势的企业将成为下一波创新药大潮的弄潮儿，推荐信达生物（H）、荣昌生物（H），建议关注恒瑞医药、复星医药（A+H）、复宏汉霖（H）、百济神州（H）、君实生物（A+H）等。

表 5：2020 年以来的部分国产创新药 license-out 情况

公告日期	授权方	引进方	产品	授权区域	财务条款	产品信息
2021 年 7 月	艾利斯	ArriVent Biopharma	伏美替尼	除中国大陆、中国台湾、中国香港和中国澳门外的地区	4000 万美元首付款+累计不超过 7.65 亿美元的研发和销售里程碑+销售提成费 +ArriVent 一定比例的股份	伏美替尼是高选择性、不可逆第三代表皮生长因子受体酪氨酸激酶抑制剂 (EGFR-TKI)，为公司自主研发的 1 类小分子靶向药，表现出了良好的疗效及安全性，目前已获批用于 EGFR 突变非小细胞肺癌患者的二线治疗，具有“双活性、高选择、强缩瘤、安全佳”的特点。
2021 年 4 月	索元生物	Aytu Biopharma	DB102 (enzastaurin)	全球	1 亿美元的里程碑+销售提成	DB102 是一款全球首创的小分子丝氨酸/苏氨酸激酶抑制剂，作用于 PKCβ、PI3K 和 AKT 等肿瘤领域的关键肿瘤靶点上，具有诱导肿瘤细胞死亡和阻碍肿瘤细胞增生的直接作用，以及抑制肿瘤诱导的血管生成的间接作用。
2021 年 3 月	科伦药业	Ellipses Pharma	A400	欧美等区域权利	未披露	A400 项目是科伦博泰研发具有自主知识产权的小分子选择性靶向 RET 激酶抑制剂，临床前研究表明 A400 具有良好的体内外激酶抑制活性和选择性；在动物血/脑暴露量等方面具有优势；对临床已有报道的多种临床耐药突变有效。A400 具有克服临床耐药突变和提高对脑转移瘤临床疗效的潜力。
2021 年 3 月	绿叶制药	Italfarmaco Group	利斯的明多日透皮	德国、意大利、葡	未披露	利斯的明多日透皮片是用于治疗老年性痴呆的一周两次利斯的明创新贴片剂型。

			贴剂	萄牙、希腊		
2021年2月	泰德制药	Graviton Bioscience Corporation	TDI01	大中华以外地区	最金额最高达 5.18 亿美元, 按产品年收入的比例支付许可费和销售里程碑金	TDI01 是高选择性的 Rho/Rho 相关卷曲螺旋形成蛋白激酶 2 (ROCK2) 抑制剂, 被列为国家十三五重大新药创制品种, 目前开展临床试验的适应症为肺纤维化、非酒精性脂肪肝炎等。
2021年2月	绿叶制药	Towa Pharmaceutical;	利斯的明多日透皮贴剂	日本	未披露	利斯的明多日透皮贴剂是用于治疗老年性痴呆的一周两次利斯的明创新贴片剂型。
2021年2月	君实生物	Coherus Biosciences	特瑞普利单抗+两个可选项目 (JS006 和 JS018-1)	美国、加拿大	总金额最高达 11.1 亿美元的首付款、可选项目执行费和里程碑付款	①特瑞普利单抗 (JS001, 商品名: 拓益®) 是中国首个已批准上市的以 PD-1 为靶点的国产单抗药物, 且至今已在中、美等多国开展了覆盖超过 15 个适应症的 30 多项临床试验; ②JS006 是一种靶向 TIGIT 的抗体, 抗 TIGIT 单抗与抗 PD-1 单抗的联合用药具有显著的协同抗肿瘤活性; ③JS018-1 是一种新一代改良 IL-2 细胞因子药物, 旨在抑制调节性 T 细胞的刺激, 同时保留对效应 T 细胞和天然杀伤细胞的刺激活性
2021年1月	信达生物	PT Etana Biotechnologies Indonesia	贝伐珠单抗	印度尼西亚	未披露	贝伐珠单抗 (达攸同) 是重组抗 VEGF 人源化单抗注射液, 用于非小细胞肺癌和结直肠癌等恶性肿瘤。
2021年1月	百济神州	诺华	替雷利珠单抗	美国、加拿大、墨西哥、欧盟成员国、英国、挪威、瑞士、冰岛、列支敦士登、俄罗斯和日本	6.5 亿美元预付款+至多 13 亿美元药政里程碑+至多 2.5 亿美元销售里程碑+授权区域未来年度净销售额的近 20%至近 30%的分级特许使用费	替雷利珠单抗是一款人源化 IgG4 抗 PD-1 单克隆抗体, 设计目的是为最大限度地减少其与巨噬细胞中的 FcγR 受体结合, 目前正在开发一系列广泛的肿瘤适应症。
2020年11月	复宏汉霖	Binacea Pharma	HLX35	除中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区以外的全球范围	首付款 500 万美元+监管里程碑款项合计不超过 0.93 亿美元+商业里程碑款项合计不超过 6.7 亿美元+以净销售额 8%到 10%的特许权使用费	双特异性抗体 HLX35 针对 EGFR4-1BB (即 CD137) 两个靶点, 拟开发治疗结直肠癌和头颈部肿瘤及其他实体肿瘤治疗领域。
2020年11月	Seed Therapeutics, Inc.	礼来	共同研究开发一类通过靶向蛋白降解 (TPD) 而发挥治疗作用的新化学实体 (NCE)	全球	总金额达 7.9 亿美元的里程碑付款 (其中首付款 1000 万美元)+销售分成+礼来再向万春 Seed 进行 1000 万美元的股权投资。	万春 Seed 独立开创了一种名为“分子胶”的技术, 用以诱导所有细胞中普遍存在的蛋白降解机制, 目的是识别并降解通常不作为药物靶点的致病蛋白。
2020年11月	恒瑞医药	DONG-AST CO., LTD.	SHR-1701	韩国	229 万美元的首付款+不同额度的研发及上市里程碑款+不超过 1.285 亿美元的销售里程碑款+销售提成比例为 10%	SHR-1701 为恒瑞自主研发且具有知识产权的程序性死亡配体 1 (PD-L1) / 转化生长因子-βII 型受体 (TGF-βRII) 抗体。
2020年10月	复创医药	礼来	FCN-338	除中国大陆、香港及澳门特别行政区外的所有国家及地区	首付款 4000 万美元+临床开发注册里程碑付款合计不超过 34000 万美元+销售里程碑付款不超过 6000 万美元+按约定的比例区间支付销售提成	FCN-338 是 B 细胞淋巴瘤-2 (Bcl-2) 的选择性抑制剂, 拟开发治疗血液系统恶性肿瘤
2020年9月	恒瑞医药	HLB Life Science	马来酸吡咯替尼片	韩国	170 万美元的首付款+研发及上市里程碑付款+不超过 1.015 亿美元的销售里程碑款+销售提成比例范围为 10%至 15%	吡咯替尼是一款口服 EGFR/HER2/HER4 酪氨酸激酶抑制剂, 2018 年 8 月吡咯替尼在中国有条件批准上市。

2020年9月	天境生物	艾伯维	Lemzoparlimab	大中华区以外的国家及地区	1.8亿美元首付款+2000万美元1期临床研究结果里程碑付款+最高可达17.4亿美元的研发和销售里程碑付款+净销售额两位数比例的分级特许权使用费	Lemzoparlimab是天境生物众多具有专利的创新研发管线中极具潜力的研究药物之一。其通过独特的抗原结合表位,在保留强有力的与肿瘤细胞结合能力的同时可最大限度地减少与正常红细胞结合,且不产生凝血作用。这一优势使其在全球CD47抗体的研发队列中脱颖而出。
2020年8月	信达生物	礼来	信迪利单抗	中国以外地区	2亿美元首付款+高达8.25亿美元的开发和销售里程碑付款+两位数比例的净销售额提成	信迪利单抗注射液是一种PD-1单抗,目前有超过20项临床研究(其中10多项是注册临床试验)正在进行,以评估信迪利单抗在各类实体肿瘤和血液肿瘤上的抗肿瘤作用。信达生物同时正在全球开展信迪利单抗注射液的临床研究工作。
2020年7月	万泰沧海	赛诺菲	新型轮状病毒疫苗	全球	1000万美金预付款+5800万美元里程碑付款+净销售额1%或2%的许可费	新型轮状病毒疫苗是一款全新的轮状病毒重组蛋白疫苗,可在动物体内诱导针对多种血清型轮状病毒的高滴度广谱保护抗体,主要用于预防A型轮状病毒引起的儿童腹泻。
2020年7月	豪森药业	EQRx公司	阿美替尼	中国境外	首付款、注册与发展里程碑付款金额约为1亿美元	阿美替尼是一款第三代EGFR-TKI药物,已在中国获批治疗非小细胞肺癌,它是首个获批上市的中国本土第三代EGFR-TKI
2020年6月	加科思	艾伯维	JAB-3068、JAB-3312	全球	未披露	JAB-3068和JAB-3312,是专门用于抑制SHP2活性的口服小分子药物。靶向抑制SHP2可双管齐下,既减缓癌细胞生长,同时也调节免疫功能以激活其抗肿瘤作用。
2020年5月	百济神州	Medison Pharma	泽布替尼	以色列	未披露	泽布替尼是一款布鲁顿氏酪氨酸激酶(BTK)小分子抑制剂,作为单药和与其他疗法进行联合用药治疗多种B细胞恶性肿瘤
2020年5月	君实生物	礼来	新冠抗体JS016	大中华地区(包括中国大陆、香港地区、澳门地区及台湾地区)外	首付款1,000万美元+里程碑付款最高2.45亿美元+销售净额分成两位数百分比	JS016是一款重组全人源单克隆中和抗体,特异性结合SARS-CoV-2表面刺突蛋白受体结构域,并能有效阻断病毒与宿主细胞表面受体ACE2的结合
2020年4月	恒瑞医药	Crystal Genomics	卡瑞利珠单抗	韩国	首付款150万美元+上市里程碑50万美元+适应症拓展里程碑累计不超过150万美元+销售里程碑累计不超过8425万美元+净销售额提成10%至12%	卡瑞利珠单抗是人源化PD-1单克隆抗体,已在中国获批经典型霍奇金淋巴瘤、晚期肝癌、非鳞状非小细胞肺癌、食管鳞癌、鼻咽癌等适应症。
2020年2月	贝达药业	EyePoint Pharmaceuticals	Vorolanib(CM082)	除中国大陆、中国台湾、中国香港和中国澳门外的地区	100万美元首付款+里程碑款项+销售提成	Vorolanib是针对VEGFR和PDGFR靶点的多靶点受体酪氨酸激酶抑制剂,可抑制新生血管生成及肿瘤生长,并能克服同类靶向药常见的高毒副作用。其适应症为湿性年龄相关性黄斑变性等眼部疾病
2020年1月	信达生物	Coherus BioSciences	贝伐珠单抗	美国、加拿大	总金额最高达0.45亿美元的首付款、里程碑付款+两位数百分比的销售提成	贝伐珠单抗(达攸同)是重组抗VEGF人源化单抗注射液,用于非小细胞肺癌和结直肠癌等恶性肿瘤。

资料来源:各公司公告、光大证券研究所

### 3.2、器械国际化：从普耗走向高耗

低值耗材率先完成国际化,部分设备走向海外。我国低值耗材已率先完成产业化,中国医疗器械出口的产品以医用耗材、敷料及中低端医疗设备为主。出口的低值耗材包括按摩器具、注射针管类、医用眼镜等、一次性医院耗材(如输液器、输液泵、注射器、针头导管等产品)、按摩器具、导管等高分子制品。2020年医疗器械出口额前十企业包括五家低值耗材厂商,如出口医用敷料的振德医疗、奥美医疗,出口手套的英科医疗、蓝帆医疗、中红医疗。医疗设备、诊断试剂也开始走向海外,如出口医疗设备的迈瑞医疗、鱼跃医疗,体外诊断试剂的华大基因、东方生物、圣湘生物。部分医疗设备也走向出口,如迈瑞的监护仪、麻醉机、呼吸机、血球及超声检测。鱼跃医疗的血压计、制氧机、血氧仪、呼吸机以及电动轮椅等。

表6: 医疗器械上市公司出口情况

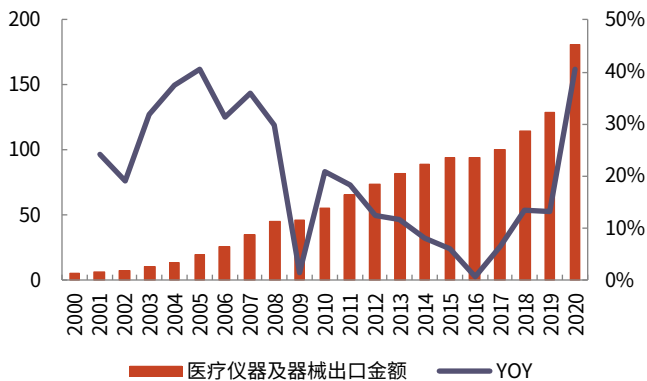
上市公司	国外收入(亿元)			国外收入占比			器械类别	主要产品
	18年	19年	20年	18年	19年	20年		

英科医疗	18.24	19.69	105.57	96%	95%	76%	低值耗材	手套、隔离衣等
迈瑞医疗	59.56	70.22	99.16	43%	42%	47%	医疗设备	生命信息与支持类产品、体外诊断、医学影像
振德医疗	9.69	12.57	76.50	68%	67%	74%	低值耗材	伤口敷料
蓝帆医疗	20.50	23.71	61.36	77%	68%	78%	低值耗材	手套
华大基因	4.85	4.64	55.99	19%	17%	67%	测序与体外诊断	基因检测、质谱检测、生物信息分析
中红医疗	9.22	10.90	35.10	95%	93%	73%	低值耗材	手套、
东方生物	2.66	3.44	30.88	93%	94%	95%	体外诊断	诊断试剂
奥美医疗	18.00	20.80	26.33	89%	88%	69%	低值耗材	医用敷料
圣湘生物	0.14	0.18	24.25	5%	5%	51%	体外诊断	诊断试剂
鱼跃医疗	6.57	7.97	18.78	16%	17%	28%	医疗设备	家用医疗器械

资料来源：同花顺，光大证券研究所

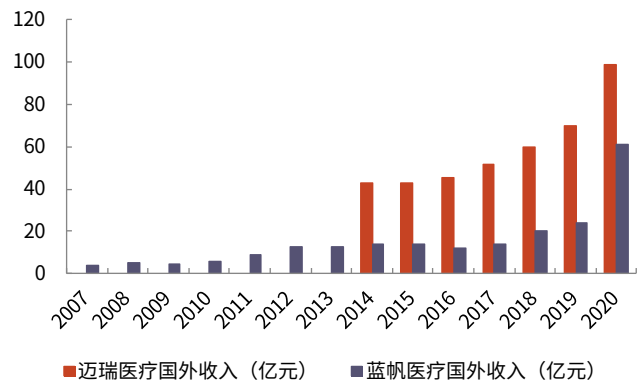
**医疗器械出海产品逐渐升级：普耗-设备-高耗，集采将倒逼高值医用耗材走向海外。**疫情刺激我国医疗器械出口高速增长，2020年我国医疗器械出口额181.51亿美元，同比增长40%。我国医疗器械出海初期以成本优势为主，因此以低值耗材作为主要出口产品，如蓝帆医疗。随着进口替代下，器械技术水平提升，影像类医疗设备、体外诊断产品依靠性价比优势获得国际认可，如迈瑞医疗。高值耗材对产品质量安全性要求更高，并且需要本土化服务。国产厂家已经在部分高值耗材赛道基本完成进口替代，包括心血管支架、球囊、起搏器，眼科的人工晶体，骨科的人工关节。高值耗材出口时机已经逐步成熟，集中带量采购将洗牌耗材赛道，倒逼高值耗材企业出海。当前乐普医疗、微创医疗多款高值耗材已经获得CE认证，有望率先走向国际市场。

图 15：2000-2020 年医疗仪器与器械出口额（亿美元）



资料来源：同花顺，海关总署，光大证券研究所

图 16：迈瑞医疗与蓝帆医疗海外收入（亿元）

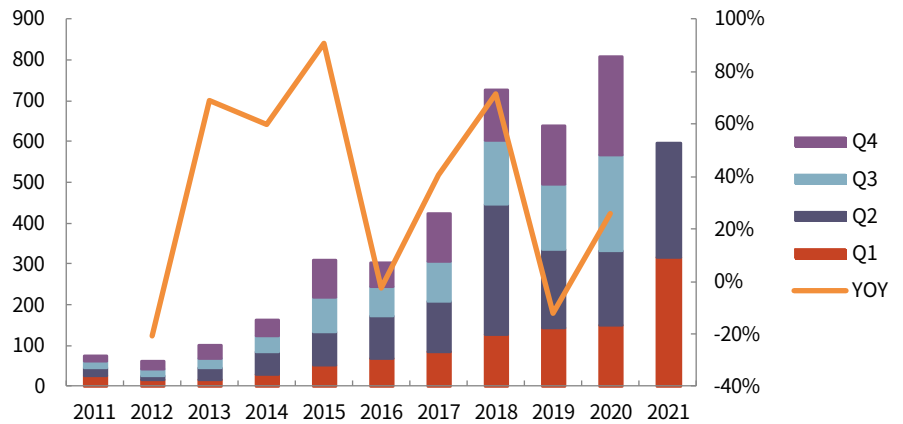


资料来源：同花顺，光大证券研究所

### 3.3、CXO 国际化：疫情后期恢复显著，新业务拓展正当时

**医药创新研发热度不减，CXO 行业景气度持续提升。**尽管 2020 年新冠疫情对全球大多数行业都造成严重影响，但是对医药研发起到催化作用，研发费用投入迅速扩大。根据动脉网数据库，2020 全球一级市场 biotech 融资额每个季度均在增加，而 2021 年前两个季度 biotech 融资额已经达 2020 年全年融资额的近 74%，充分体现医药行业对研发创新的旺盛需求。Biotech 由于资源有限，常需要借助 CXO 公司协作研发或生产，该数据预示着未来 2、3 年全球 CXO 行业有望进一步加速发展。

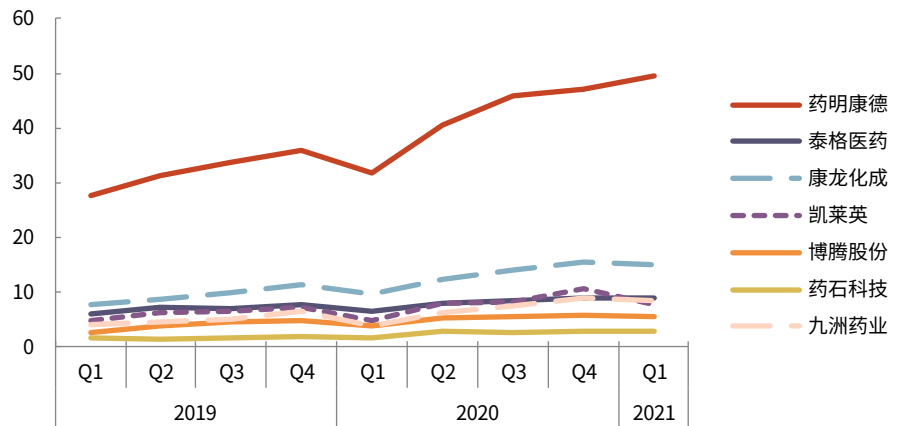
图 17: 2011-2021Q2 全球一级市场 Biotech 融资额 (亿美元)



资料来源: 动脉网, 光大证券研究所

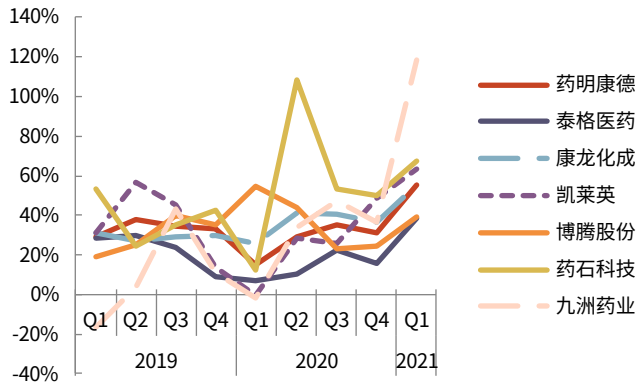
**疫情对 CXO 行业的影响正在逐步消退。**随着疫情高峰已过, 国内先于海外复工, CXO 公司自 2020 年 Q2 开始营收持续恢复, 到 2020 年 Q4 至 2021 年 Q1 单季度营收迭创新高, 环比及同比增速恢复至疫情以前水平。此外, 2021 年海外新冠突变株的流行进一步抑制了海外 CXO 公司的正常经营, 截至 2020 年印度与我国合计占据约 21% 的全球原料药市场, 但由于疫情影响, 印度产能受限, 并且政府管控部分原料药出口, 促使订单流向中国企业。

图 18: 19-21Q1 部分 CXO 公司单季度营收 (亿元)



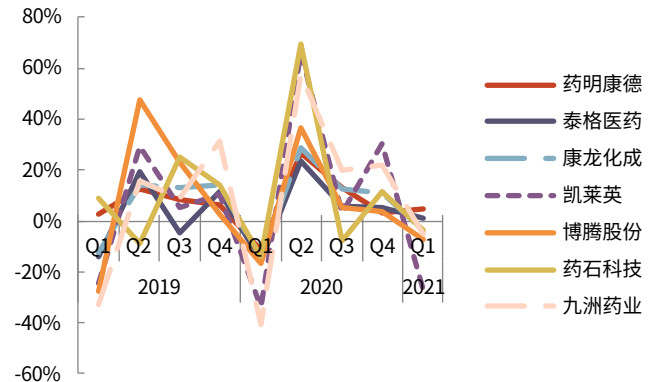
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 19: 19-21Q1 部分 CXO 公司单季度营业收入同比增长情况



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 20: 19-21Q1 部分 CXO 公司单季度营业收入环比增长情况



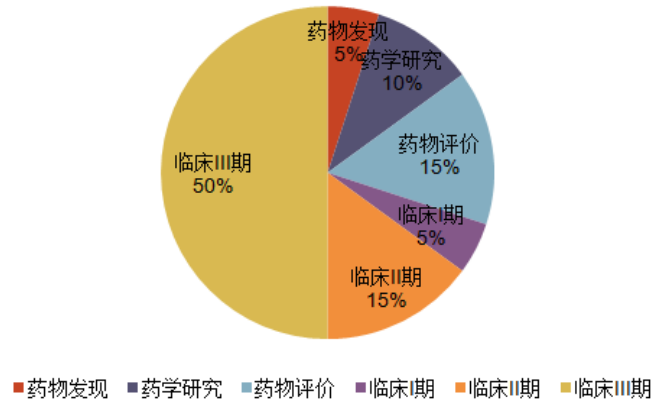
资料来源: Wind、光大证券研究所

我们认为，中国 CXO 行业目前依旧是中国生物医药产业链上确定性最高的环节之一。一方面，中国 CXO 行业仍在高速发展，根据弗若斯特沙利文预计，2018-2023 市场规模年均增速为 28.3%，而对比海外同期仅为 10.6%；另一方面，CXO 行业作为中国医药产业链上最早承接海外转移的业务，目前正在进一步升级，走向国际化。我们认为目前驱动中国 CXO 公司发展的三条主线是全产业链发展，横向业务拓展以及国际化。

### (1) 产业链一体化

从公司业务来看，我国 CXO 公司纷纷加深产业链一体化，纵向打通 CXO 全流程。相较于 CDMO 及临床 CRO 业务，临床前 CRO 的资金投入密度低，起步更容易，因此竞争更激烈。根据我们统计，截至 2021 年 6 月底，A 股及港股上市的 25 家 CXO 公司中，约 60% 的公司提供临床前 CRO 服务，32% 的公司提供临床 CRO 服务。然而我国 CRO 业务中，临床 CRO 占总市场份额的 70%。相对临床前业务，临床 CRO 单个订单金额更高（至少几百万人民币），更具规模效应。我们观察到原本不涉及临床 CRO 的公司近年开始逐渐进军该领域，包括临床前 CRO 公司及 CDMO 公司。另一方面，主营业务为临床 CRO 的公司也开始向上下游延伸，进入临床前 CRO 服务领域。在 2020Q1 至 2021Q2，CRO 领域并购及投资事件频繁，我们统计主要 CRO 公司发起 17 起并购投资，披露金额超十亿美金。临床前 CRO 公司进入临床 CRO 从而打开业绩天花板，临床 CRO 进入临床前 CRO 则可以为临床服务导流。我们认为，临床 CRO 较临床前 CRO 壁垒更高，因为提供高质量临床试验服务涉及环节更多且复杂，尤其需要具备良好的医患资源，以及对疾病和药物的把控，方能提供优秀的临床方案及服务。以海外 CRO 龙头公司为例，依据在不同地区的临床资源丰富程度，以及过往经验形成的优势疾病病种，医药公司在不同国家针对某些疾病开展临床试验时对 CRO 公司会有偏好。考虑到临床试验较临床前项目周期更长，积累经验所需时间也需要更久，我们认为在产业链一体化过程中，主营业务为临床 CRO 的公司更具有优势。

图 21：中国 CRO 市场规模划分



资料来源：2020 年中国新药研发行业分析报告，光大证券研究所

CDMO 作为 CXO 产业链的下游端，在中国其市场规模大致为 CRO 板块的 60%，在 2021 年预计达 400 亿人民币。与临床前 CRO 类似，CDMO 具有很强的跨区域外包属性，且其单个订单的金额可能达临床前项目的数十倍，至少在百万人民币级别。2020 年中国 CDMO 渗透率仅约 10%，而全球 CDMO 渗透率约为 30%；而中国 CRO 渗透率仅略低于全球 CRO 渗透率，分别为 40%与 46%。根据弗若斯特沙利文预测，至 2025 年，中国 CDMO 行业规模将达 930 亿人民币，2021 至 2025 年间 CAGR 为 27.53%，高于 CRO 的 24.52%，其发展潜力更大。为了进一步提升公司营收规模，目前许多 CRO 公司开始加码 CDMO 业务，与之相对，CDMO 公司也介入 CRO 服务，可以为后续 CDMO 业务进行导流。与 CRO 行业人力密集型属性不同，CDMO 行业属于资本密集型，厂房建设需要过亿元投入，且建设周期需要约两年。由于产能决定了公司业务规模大小，公司产能规模将成为预测营收规模上限的重要指标。我们认为，可以快速完成产能搭建并投产的公司将在 CDMO 行业竞争中占得先机。

### (2) 横向业务拓展

全球生物药市场规模正在呈快速上升趋势，预期 2020 至 2025 年 CAGR 将维持在 8%，高于化药的 3.5%，对应生物药 CXO 业务也相应快速上升。国内生物药研发生产外包处于寡头格局，2019 年药明生物一家占据 78% 的市场。从全球来看，最大的生物药 CDMO 公司 Lonza，仅占据市场 11% 份额。尽管在生物药领域相对其他中国公司，药明生物具有先发优势，我们认为由于生物药市场的快速扩张，新进入生物药 CXO 的公司仍有机会，有望改变中国生物药 CXO 竞争格局。生物药研发及外包生产体系与化药体系不同，预计从化药 CXO 领域进入生物药 CXO 领域的公司需要 2 年左右时间完成团队及厂房设施搭建，进而推动相关业绩放量。

### (3) 全球布局，追赶国际一线 CRO

CXO 公司是最早受益于全球医药产业链转移的中国医药产业，天然带有国际化视野，A 股港股上市 CXO 公司中 95% 具有海外业务收入。然而在业务体量上，我国 CXO 与海外一线 CXO 仍有差距，目前仅药明系营收超过百亿人民币，而全球最大 CRO 公司 Labcorp 2020 年营收已达 960 亿人民币。中国 CXO 公司要进一步提升体量，势必要增加在海外的业务。我们建议关注拓展全球临床 CRO 及商业化 CDMO 业务的中国公司。这两项业务占 CXO 业务约 60% 比重，但目前主要参与者仍为海外公司，中国公司存在巨大进步空间。中国公司要在海外快速建立相关业务，主要通过收购获取产能或者临床资源，我们也对 2020 年至 2021 年 CXO 公司的投资活动进行了梳理。海外基地的快速整合及业绩释放将是未来中国 CXO 公司的重要驱动力之一。



表 7：2020-2021Q2 CXO 公司投资活动

公司	日期	收购标的/基地建设	金额	业务范围
药明康德	2021.03.02	英国 OXGENE	1.35 亿美元	OXGENE 为细胞和基因治疗提供药物发现、开发、测试到规模化生产
	2021.02.02	百时美施贵宝位于瑞士库威 (Couvet) 的生产基地	未披露	库威将成为合全药业的首个欧洲生产基地，能够大规模商业化生产胶囊和片剂。
	2020.11.18	扩建美国费城的细胞及基因疗法生产基地	/	是药明康德在美国费城的第四个细胞及基因疗法生产基地，能够为客户提供从研发、测试到生产的一体化高品质服务。
	2020.09.28	收购明捷医药 60%股份	未披露	明捷医药参照 cGMP 标准建立了支持药品 CMC 申报及生产放行的质量控制平台，将进一步拓展药明康德在药物质量分析领域的的能力与规模。
药明生物	2021.05.04	成立药明合联	1.2 亿美元+ 8000 万美元	药明合联将从事抗体偶联药物 (ADCs) 等生物偶联药物合同研发生产服务。
	2020.12.21	收购拜耳位于德国伍珀塔尔的生物药原液制造工厂	1.5 亿欧元	药明生物将新增原液十九厂(MFG19)，一条灌装生产线(3x1000 升)，和一条独立的流加生产线(6x2000 升)。
凯莱英	2020.12.11	投资设立美国研发中心	500 万美元	美国研发中心从事创新药 CDMO 研发服务，将加强公司与创新药公司的合作。
	2020.09.08	收购天津冠勤医药科技有限公司 100%股权	3000 万元	通过并购整合实现 CRO 板块的提速换挡，推动客户订单加速转化，加速覆盖药品全生命周期的服务。
	2020.08.28	认购 Snapdragon Chemistry 公司 18.18%股份	700 万美元	Snapdragon Chemistry 是一家连续性反应技术公司。
美迪西	2020 年	新建 cGMP 原料药生产线	/	美迪西新建符合 IND 中美双报的 cGMP 原料药生产线，为企业提供创新性的工艺研发 CDMO 服务。
方达控股	2021.06.28	收购美国 Quintara Discovery	最高 7200 万美元	Quintara 主要提供体外 ADME 分析，生物分析，分析开发和化合物筛选服务。
	2021.04.26	收购美国 Ocean Ridge Biosciences 公司	未披露	Ocean Ridge Bioscience 将有效补充方达医药当前广泛的 IND 和临床支持服务，包括蛋白质、寡核苷酸、基因和细胞治疗研发服务。
	2021.02.25	新增 6200 平方米实验室	/	扩张大分子生物分析和中心实验室业务，新建药物活性筛选生物实验室。
	2020.07.02	收购 Acme Bioscience, Inc. (ACME)公司	1.67 亿元	ACME 提供合成与药物化学及工艺研究开发服务，收购将扩大集团在有机合成、药物化学及工艺研究开发方面的能力。
	2020.03.31	收购 Biotranex, LLC	1713 万元	Biotranex 为制药和生物技术公司提供药物代谢和药代动力学研究。此次收购将填补方达目前转运体分析能力的空白。
康龙化成	2021.03.01	收购 Allergan Biologics Limited 公司	1.187 亿美元	此次交易旨在打造从临床前研究、产品开发到商业化生产的 CGT 服务大平台。
	2020.11.09	收购 Absorption Systems 公司	1.375 亿美元	Absorption Systems 提供小分子药、大分子药、细胞和基因治疗、眼科和医疗器械产品所需的研究及检测服务。
药石科技	2021.03.25	收购浙江晖石药业有限公司 16.5%股份	1.65 亿元	药石科技对浙江晖石的增资控股，是公司对未来 CDMO 业务发展的重要部署。
	2021 年	/	/	新建南京研发中心；陆续投入使用山东药石 GMP 制剂车间；规划全资子公司天易生物一站式 CDMO 服务平台。
博腾股份	2020.10.27	增资参股北京海步医药科技股份有限公司	5000 万元	海步医药主要业务包括自有产品业务 (API+制剂) 和 CRO 业务。本次增股有助于公司制剂 CDMO 业务更快进入仿制药市场，有利于增加制剂 CRO 业务的业务和客户群基础。
	2020.09.11	投资建设博腾药业制剂 CDMO 一期工厂	2.8 亿元	建成后，博腾药业将具备小试、中试和小批量商业化制剂生产能力。
泰格医药	2020.01.06	收购上海谋思医药科技有限公司 60%股权	9156 千万元	上海谋思是国内首家提供临床药理服务的 CRO 公司，专注于临床药理、建模与模拟、临床试验方案设计、PK 数据分析、数据管理等服务，其核心技术为应用计算机建模与模拟以指导药物临床研发。
博济医药	2021.01.14	建设重庆博济两江新区国际医药转化中心	5500 万元	重庆博济两江新区国际医药转化中心未来将打造以高端共享生物医药研发平台+高端医疗器械研发平台+孵化器为核心的生物医药产业平台
金斯瑞 -Legend Biotech+ Janssen Biotech	2021.06.22	新建位于比利时的细胞治疗基地	/	该基地用于开发和商业化西达基奥仑赛 (cilta-cel)，预计于 2023 年投入运营。cilta-cel 是一种用于治疗复发和难治性多发性骨髓瘤患者的在研 CAR-T 疗法，目前正在接受包括美国和欧洲在内的全球多个医疗卫生主管机关的监管审查。
九州药业	2020.11.05	投资建设杭州钱塘新区 CDMO 及制剂基地	16 亿元	此次投资项目将新建小分子及大分子创新药 CDMO (研发生产服务) 基地和制剂研发生产中心。
维亚生物	2020.09.21	收购 SYNthesis med chem (Hong Kong) Limited	8000 万美元	SYNthesis 作为一家临床前小分子新药研发服务公司，主要为客户提供高端的药物化学和合成化学服务。
	2020.08.08	收购朗华制药 80%股权	25.6 亿元	朗华制药主要从事小分子原料药和中间体生产，和 CDMO 业务。

资料来源：公司公告、光大证券研究所

## 4、行情回顾与展望：2021 上半年 CXO、新冠疫苗、医美、中药等多个主题轮动

2021H1，医药生物（申万，下同）指数上涨 9.33%，跑赢沪深 300 指数 9.08pp，跑输创业板综 4.80pp，在 28 个行业中排名第 8，表现中等偏上。

按月份来看各子板块的情况：

- 1月：涨幅最大的是医疗服务，上涨 11.87%，主要是民营医院和 CXO 的景气度高，叠加核心资产的抱团行情，因而表现较好；
- 2月：涨幅最大的是化学原料药，上涨 6.38%，主要是原料药涨价预期
- 3月：医药商业最抗跌，下跌 0.30%，主要是板块估值相对较低，回调压力较小；
- 4月：涨幅最大的是生物制品，上涨 22.17%，主要是新冠疫苗概念的拉动；
- 5月：涨幅最大的是中药，主要是中药板块政策利好的拉动；
- 6月：涨幅最大的是医疗服务，上涨 9.49%，主要是民营医院和 CXO 高景气的拉动。

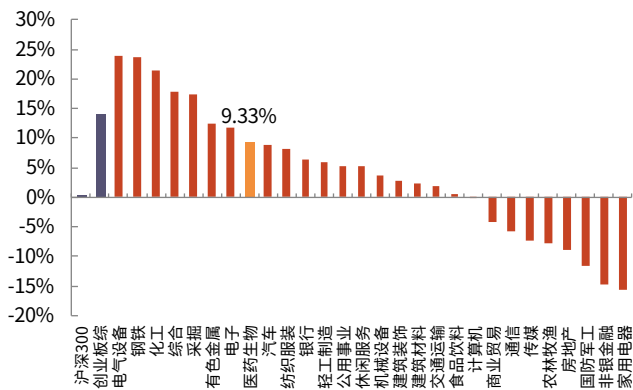
从个股层面来看，涨幅较大的多为医美、CXO、新冠疫苗、中药的主题概念，跌幅较大的多为业绩表现不佳，或部分疫情相关概念的回调。

表 8：医药行业各子板块 2021H1 单月涨跌幅

板块名称	1月涨跌幅	板块名称	2月涨跌幅	板块名称	3月涨跌幅	板块名称	4月涨跌幅	板块名称	5月涨跌幅	板块名称	6月涨跌幅
医药生物	0.53%	医药生物	-1.61%	医药生物	-3.01%	医药生物	10.97%	医药生物	2.96%	医药生物	-0.26%
医疗服务	11.87%	化学原料药	6.38%	医药商业	-0.30%	生物制品	22.17%	中药	9.85%	医疗服务	9.49%
医疗器械	4.68%	化学制剂	2.47%	中药	-0.91%	医疗器械	15.76%	医疗服务	8.87%	中药	4.52%
医药商业	0.85%	中药	1.13%	化学原料药	-1.03%	医疗服务	12.99%	医疗器械	2.14%	化学原料药	-0.31%
化学原料药	0.12%	生物制品	0.44%	医疗服务	-2.55%	化学原料药	8.56%	化学原料药	1.92%	医疗器械	-1.11%
中药	-0.47%	医药商业	-2.26%	生物制品	-2.76%	中药	6.58%	化学制剂	1.56%	化学制剂	-4.23%
生物制品	-2.72%	医疗器械	-4.10%	化学制剂	-4.06%	化学制剂	1.28%	医药商业	0.99%	生物制品	-6.57%
化学制剂	-8.15%	医疗服务	-9.97%	医疗器械	-5.89%	医药商业	-2.18%	生物制品	-3.57%	医药商业	-10.58%

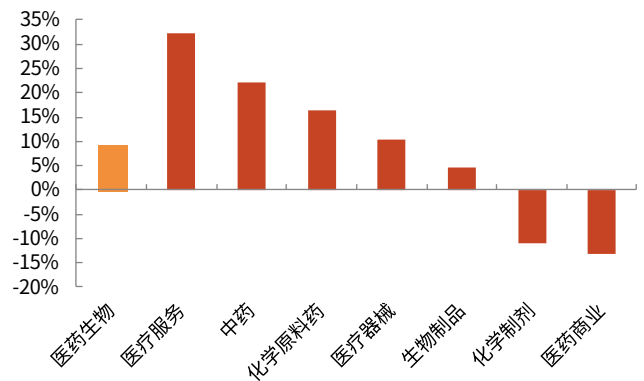
资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 22：A 股大盘指数和各申万一级行业涨跌幅情况（2021H1）



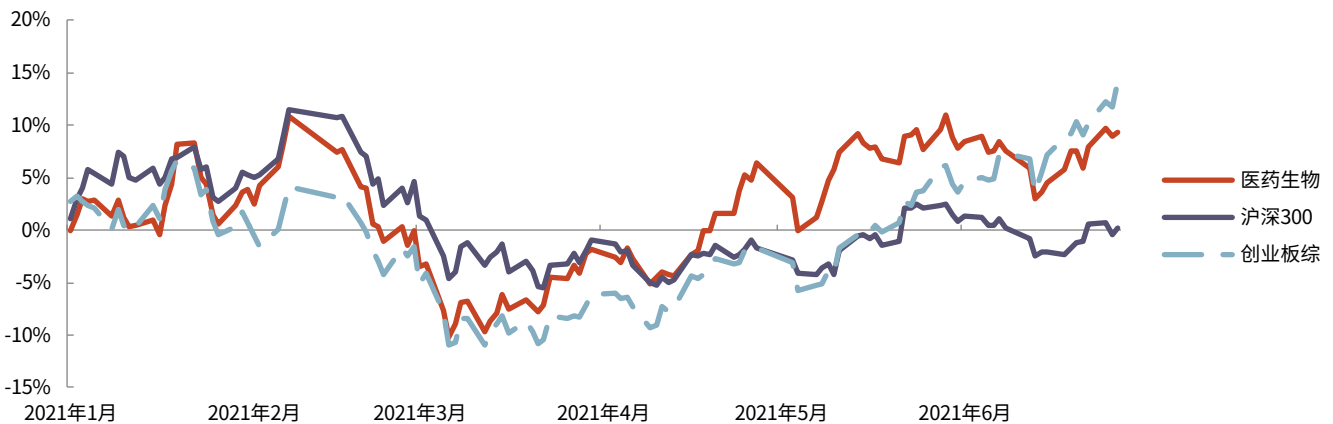
资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 23：A 股医药生物板块和子行业涨跌幅情况（2021H1）



资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 24：医药生物行业 2021H1 涨跌幅（2021.1.1-2021.6.30）



资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

表 9：A 股医药行业涨跌幅 Top20（2021.1.1-2021.6.30）

排序	涨幅 TOP10	涨幅 (%)	上涨原因	排序	跌幅 TOP10	跌幅 (%)	下跌原因
1	热景生物	404.13	业绩大幅增长	1	康弘药业	(51.86)	康柏西普海外临床试验失败
2	哈三联	259.68	医美概念	2	正川股份	(47.74)	疫苗瓶概念回调
3	美迪西	231.99	CXO 高景气度	3	康泰医学	(40.34)	NA
4	键凯科技	200.30	业绩大幅增长	4	华海药业	(37.88)	业绩低于预期、沙坦类原料药价格走低
5	佰仁医疗	194.35	动物源性植入医疗器械高景气度	5	海南海药	(36.62)	20 年和 21Q1 业绩亏损
6	拱东医疗	187.81	业绩大幅增长	6	博晖创新	(32.53)	21Q1 亏损
7	广誉远	161.89	中药政策利好	7	山东药玻	(32.30)	疫苗瓶概念回调
8	昊海生科	132.17	医美概念	8	国药股份	(32.20)	疫苗概念回调
9	健民集团	131.78	中药政策利好	9	安图生物	(31.75)	NA
10	博腾股份	131.11	CXO 高景气度	10	英特集团	(31.56)	疫苗冷链概念回调
11	爱博医疗	118.75	业绩大幅增长	11	乐心医疗	(31.54)	NA
12	爱美客	117.95	医美概念	12	天宇股份	(31.45)	沙坦类原料药价格走低
13	ST 运盛	115.73	控制权变更	13	振德医疗	(29.76)	医疗防护概念回调
14	嘉应制药	114.51	中药政策利好	14	四环生物	(28.13)	21Q1 亏损
15	康希诺	107.90	新冠疫苗概念	15	恒瑞医药	(26.69)	仿制药集采
16	*ST 恒康	98.87	NA	16	南卫股份	(26.44)	医疗防护概念回调
17	华熙生物	89.76	医美概念	17	贵州三力	(25.14)	20 年和 21Q1 业绩亏损
18	仁和药业	85.08	中药政策利好	18	英科医疗	(24.43)	医疗防护概念回调
19	心脉医疗	81.63	业绩大幅增长	19	宝莱特	(24.00)	21Q1 业绩负增长
20	康龙化成	80.67	CXO 高景气度	20	鲁抗医药	(21.45)	多次遭遇行政处罚

资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所（注：剔除 2021.1.1 以来上市的次新股；NA=Not Applicable，无明确原因）

## 5、紧扣“内外双循环”大主线，掘金一老一少和创新国际化

“十四五”规划中提出，要加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，这是对“十四五”和未来更长时期内我国经济发展战略、路径作出的重大调整完善。我们认为在医药领域，构建相应的新发展格局也具有重要意义。

我们早在 2020.12.31 发布的《医药新常态下，寻找双循环新机遇——医药生物行业 2021 年投资策略》中就已经提出，依赖国内大循环驱动和国内国际相互促进的双循环驱动的细分方向将是未来主要投资方向，而“一老一少”的人口结构深刻变化，以及创新国际化的趋势日趋明朗，则进一步验证了我们年初的判断。我们认为少儿与银发经济、创新国际化将成为下一个风口的大主题，蕴含巨大的投资机会。

**在国内大循环方面**，考虑到中国的人口结构正在发生深刻变化，“一老一少”的比例上升，将成为内需最大的主线，少儿经济与银发经济将迎来黄金发展期：

**少儿经济**：民营辅助生殖机构有望迎来快速增长，并且青少年眼健康、口腔健康及生长激素等行业有望享受行业红利。推荐**锦欣生殖（H）、欧普康视**；

**银发经济**：人口老龄化将提升老年产品和服务消费，从而促进“银发经济”发展，老龄化疾病防治需求有望进一步释放，包括康复医疗、老年慢病药、白内障、种植牙等需求。推荐**翔宇医疗、博雅生物**。

**国内国际双循环方面**，随着中国医药产业创新能力逐步提升，国产创新药、创新器械、CXO 开始逐步具备全球竞争力，实现出口或对外授权，未来将逐步升级到创新全球化的全新阶段，突破国内市场容量天花板，在世界范围内打开新的增长空间，未来将有一批优秀的企业从国内龙头逐步成长为具备全球竞争力的国际大龙头：

**创新药国际化**：创新国际化是中国制药产业升级换代的必由之路，也是中国创新药企业参与全球竞争、成为跨国药企大平台的必然选择，在创新国际化方向上具备领先优势的企业将成为下一波创新药大潮的弄潮儿，推荐**信达生物（H）、荣昌生物（H）**；

**器械国际化**：低值耗材率先完成国际化，部分设备走向海外，同时高值耗材出口时机已经逐步成熟，集中带量采购将洗牌这些耗材赛道，倒逼高值耗材企业出海，推荐**迈瑞医疗、奕瑞科技、奥精医疗、威高股份（H）**；

**CXO 国际化**：目前驱动中国 CXO 公司发展的三条主线是全产业链发展，横向业务拓展，与国际化，推荐**药明康德（A&H）、药石科技**。

表 10：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			投资评级	
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	本次	变动
688301.SH	奕瑞科技	330.50	3.06	4.49	6.39	108	74	52	买入	维持
300294.SZ	博雅生物	49.90	0.61	0.91	1.17	82	55	43	买入	维持
688626.SH	翔宇医疗	69.69	1.64	1.72	2.31	43	40	30	买入	首次
300760.SZ	迈瑞医疗	410.35	5.48	6.91	8.41	75	59	49	买入	维持
688613.SH	奥精医疗	73.26	0.89	1.04	1.46	82	71	50	买入	维持
300595.SZ	欧普康视	88.87	0.71	0.76	1.04	124	118	85	增持	维持
300725.SZ	药石科技	133.00	1.20	1.37	1.86	111	97	71	买入	维持
603259.SH	药明康德	148.74	1.21	1.46	1.97	122	102	75	买入	维持
2359.HK	药明康德	136.75	1.21	1.46	1.97	113	94	69	买入	维持
1951.HK	锦欣生殖	11.07	0.10	0.17	0.21	111	66	53	买入	维持
1801.HK	信达生物	63.46	(0.74)	(0.80)	(0.56)	NA	NA	NA	买入	维持
9995.HK	荣昌生物-B	74.03	(1.71)	(1.63)	(1.51)	NA	NA	NA	买入	首次
1066.HK	威高股份	11.87	0.45	0.59	0.70	26	20	17	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-26；汇率按 1HKD=0.83229CNY 换算

## 6、重点公司

### 6.1、锦欣生殖 (1951.HK)：外延布局持续深化，辅助生殖龙头快速发展

**2020 年受疫情影响,业绩承压。**2020 年公司实现收入 14.26 亿元(同比-13.5%)，实现纯利 2.61 亿元(同比-38.1%)，实现经调整纯利 3.72 亿元(同比-29.8%)，实现 EPS(基本) 0.10 元。其中 20H2 恢复良好,实现收入 8.14 亿元(同比-5%)，实现纯利 1.37 亿元(同比-43.6%)，实现经调整纯利 2.05 亿元(同比-25.2%)。2020 年受疫情影响,业绩承压,整体符合市场此前预期,低基数下 2021 年有望迎来快速发展。

**国内业务于疫情受控后快速恢复,海外业务 2021 年有望迎来恢复增长。**2020 年是公司受到新冠疫情影响的业绩承压之年,1) 20H2 公司国内营收回正已迎来恢复性增长,其中成都及深圳业务分别实现 4.02/1.80 亿元(同比+4.2%/+2.6%)，快速恢复:成都 VIP 占比提升至 10.8%，深圳 VIP 套餐、双向转诊持续推进。2) 20H2 美国 HRC 实现管理服务收入 1.96 亿元(同比-28.5%)，我们认为 2021 年随着海外疫苗接种推进和海外恢复通航,整体有望迎来低基数下高增长。

**名医加盟铸就平台优势,国内及国际扩张持续推进。**公司作为辅助生殖龙头企业,吸引多位名医加盟铸就平台优势。其中 20H1 吸引深圳恒生医院生殖生育中心任博士加入深圳分院,20H2 杨菁医生、朱明辉医生、徐望明医生加入武汉锦欣。武汉锦欣有望于 2021 年突破 1000 个 IVF 周期并实现盈亏平衡,长期有望于 3-5 年内冲刺湖北省第一梯队,成为省内龙头。1) 国内扩张方面,公司两家附属公司近期收购云南九洲医院 100%及万和家医院 100%股权,总计收购价格 7.4 亿人民币,收购对价合理,收购后公司在云南省市场份额约占 14%(2019 年),成为云南省省内 IVF 规模排名第二的医院,持续深化公司在西南地区布局。2) 国际扩张方面,公司积极在美国、东南亚等地持续扩张,巩固全球辅助生殖龙头的竞争优势。整体来看,有望在外延布局方面维持每年落地 1-2 家医院,实现龙头外延发展。

**盈利预测及估值。**公司是我国最大的民营辅助生殖机构,成功率领先且维持稳定,目前在中美市场处于领先地位。综合考虑海外疫情、公司外延拓展,调整公司 2021-2022 年净利润预测为 4.19/5.29 亿元(原为 4.44/5.58 亿元,下调 5.6%/5.2%)，新增 2023 年净利润预测为 6.73 亿元,对应 EPS 预测至 0.17/0.21/0.27 元,对应 21~23 年 PE 分别为 66/53/41 倍,维持“买入”评级。

**风险提示:**政策风险、并购落地及整合风险、海外业务风险、核心技术人员流失风险、无形资产减值风险、医疗纠纷。

#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,648	1,426	1,774	2,168	2,675
营业收入增长率	78.80%	-13.49%	24.42%	22.21%	23.35%
净利润(百万元)	410	252	419	529	673
净利润增长率	145.87%	-38.57%	66.51%	26.25%	27.24%
EPS(元)	0.17	0.10	0.17	0.21	0.27
P/E	66	111	66	53	41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021 年 7 月 26 日, 汇率取“1 港币=0.83229 人民币”

## 6.2、欧普康视（300595.SZ）：视光综合服务商华丽升级，定增明确扩张加速期已至

**需求旺盛渗透率低，角膜塑形镜市场空间大。**青少年近视比率高，近视人口接近一亿，青少年近视防控上升到国家高度，各地将控制青少年近视率写进政府工作目标。中国大陆角膜塑形镜渗透率低，仅为1%左右，较中国台湾、中国香港等地5%以上渗透率有较大差距。假设3~5年内渗透率上升至5%，则我国角膜塑形镜市场规模有望达五百亿元。

**公司正经历持续结构化升级、均价提升阶段，护理产品自产进一步增强盈利能力。**公司营收利润保持高速增长，产品均价提升逻辑强劲。公司经典款产品梦戴维AP型号逐步取代DF型号，均价提升15%左右，新品DV占比逐步上升，较梦戴维均价提升30%。且考虑到公司直销比例上升、环曲面设计推广等因素，未来产品均价仍有望持续提升。此外，公司硬性接触镜润滑液已注册生产，全套护理产品自产化可期，公司整体净利润率有望持续抬升。

**定增助力视光终端拓展，视光综合服务商体系初具规模。**公司拟通过定增向社区化眼视光服务终端项目投资约177,868万元，项目建设期为60个月，主要建设内容为基于公司在国内现有视光中心建设现状，结合公司发展战略，加强在安徽、江苏、湖北、山东、福建、陕西、广东、河南布局并建设眼视光服务终端1,348个，其中县区级眼视光服务终端336个，社区级眼视光服务终端1,012个。本项目建成后，将进一步扩大公司在全国的战略布局，提高企业产品市场占有率，增强企业竞争力，提升企业综合服务能力。相比较目前公司200余家视光中心的存量规模，公司的建设计划反映了其加速建设视光终端的决心。我们认为，经过多年终端建设，公司已形成了成熟的商业模式并培养了一批优秀的眼视光人才，足以支撑未来5年的扩张计划。此外，公司已进入全国超900家三甲医院及各大私立眼科专科医院，在此基础上公司重点打造以视光中心为核心的自营渠道，依托社区、学校等人口密集区域快速获客，低投入高回报已初显成效。由公司投资兴办、与安徽医科大学共同建设的安徽医科大学康视眼科医院已开始试营业，定位为安徽省内专注于解决各类视力问题的精品眼科专科医院。

表 11：典型视光中心爬坡模型，单位：万元

时间（年）	1	2	3	4	5
爬坡速度（成熟期收入百分比）	50%	65%	80%	90%	100%
营业收入	90	117	144	162	180
毛利	63.00	81.90	100.80	113.40	126.00
房租成本	18.25	18.25	18.25	18.25	18.25
人工成本	19.50	19.50	19.50	19.50	19.50
设备折旧成本	8.00	8.80	9.60	10.40	11.20
其他成本	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
营业利润	(2.75)	15.35	33.45	45.25	57.05
净利润	(2.06)	11.51	25.09	33.94	42.79
净利率	-2.29%	9.84%	17.42%	20.95%	23.77%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

**视光门诊业态有望打破行业天花板，欧普有望凭借先发优势抢占市场。**未来社区化的视光门诊有望成为主流业态，兼具近视筛查、处方开具、验配复查等功能。假设角膜塑形镜渗透率达到10%，三分之一验配在视光中心（门诊）进行，视光终端总规模可达到240亿元收入、60亿元利润的规模，其中社区化视光终端

和院边终端的比例约为 5:3, 即社区化终端的收入规模可达到约 150 亿元, 利润达到接近 40 亿规模。假设欧普凭借先发优势抢占 40% 市场, 则有 16 亿社区化终端利润。

**表 12: 视光门诊空间测算**

指标名称	指标数值
社区视光门诊数量 (个)	7500
院边视光门诊数量 (个)	4554
合计 (个)	12054
验配频率 (天/人)	2
单店年接待人数 (人)	180
合计年接待人数 (万人)	216.972
渗透率 (假定适配人口 8000 万)	2.71%
单店年收入 (万元)	200
单店净利率	25%
单店净利润 (万元)	50
成熟期收入规模空间 (亿元)	241.08
成熟期净利润空间 (亿元)	60.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

**盈利预测、估值与评级:** 公司作为国内角膜塑形镜龙头, 随着产业链布局深化, 将充分受益行业高景气, 成为视光综合服务商。维持净利润预测不变, 考虑到送股、公积金转增股本等导致股本变化, 2021~2023 年 EPS 预测相应调整为 0.76/1.04/1.41 元, 现价对应 2021-2023 年 PE 为 118/85/63 倍, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 主营业务单一; 竞争加剧致违规推广风险; 上游供应商集中。

**公司盈利预测与估值简表**

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	647	871	1,250	1,711	2,295
营业收入增长率	41.12%	34.59%	43.62%	36.83%	34.14%
净利润 (百万元)	307	433	643	886	1,198
净利润增长率	41.92%	41.20%	48.28%	37.83%	35.31%
EPS (元)	0.51	0.71	0.76	1.04	1.41
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.07%	24.73%	28.30%	28.97%	29.10%
P/E	176	124	118	85	63
P/B	40.5	30.8	33.3	24.7	18.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-07-26 (注: 2019.12.31 总股本为 404,638,680 股, 2020 年因公积金转增股本、股权激励导致总股本变为 607,244,920 股, 2021 年因股权激励、注销回购股份、送股、公积金转增股本导致总股本变为 850,671,998 股)

### 6.3、迈瑞医疗（300760.SZ）：器械龙头加速发展，开启增长新动能

**2020 年业务维持快速增长。**2020 年公司实现营业收入 210.26 亿元（同比+27.0%），归母净利润 66.58 亿元（同比+42.24%）；扣非归母净利润 65.40 亿元（同比+41.70%）。其中单四季度收入同比增长 18.81%；归母净利润同比增长 28.24%；业绩环比小幅降速，原因在于国内疫情得控，抗疫品种国内销售环比减少，但常规品种业绩快速恢复。公司净利润增速维持快速增长与新冠疫情拉动生命信息与支持业务加速增长、医疗新基建加速医疗器械市场扩容、进口替代等因素有关。

**受益于新冠疫情与医疗新基建，公司龙头优势尽显。**短期来看新冠疫情在全球扩散，带来了监护仪、呼吸机、血球、CRP、移动 DR、便携彩超等产品的短期需求放量，公司有望加速扩张，外销比例持续上升。更重要的是，公司有望借此加速全球扩张，持续受益。国内疫情稳定后，我国已启动战略应急物资储备项目（含呼吸机、监护仪等）和新医疗新基建。公司的监护仪、呼吸机、麻醉机、血球、生化、化学发光、超声等主力产品均入选优秀国产医疗器械目录，有望受益。

**平台化与高端化加速，远期开启增长新动能。**作为平台化、高端化的医疗器械龙头，公司有望维持竞争优势，加速研发投入，实现技术积累，提升市场影响力与市场份额。公司 2020 年全年研发投入 18.7 亿，同比+27.5%。公司正逐步实现技术突破，积极布局新产品，1) 微创外科方面，公司已推出硬镜系统及腹腔镜手术器械产品；2) 骨科方面，公司已经完成创伤、脊柱、关节全品类布局，有望借助集采快速放量。

**盈利预测、估值与评级：**公司作为完成全球化布局的医疗器械龙头，高端化、平台化稳步推进，地位稳固，远期空间大。我们上调公司 2021-2022 年 EPS 预测至 6.91/8.41 元（原值为 6.27/7.75 元，上调 10.2%/8.5%），并新增 2023 年每股盈利预测 10.02 元，当前股价对应 PE 分别为 59/49/41 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品放量低于预期；IVD 降价高于预期；并购整合不及预期。

#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	16,555.99	21,025.85	25,930.14	31,277.23	37,541.04
营业收入增长率	20.38%	27.00%	23.33%	20.62%	20.03%
净利润（百万元）	4,680.65	6,657.68	8,398.22	10,225.25	12,172.77
净利润增长率	25.85%	42.24%	26.14%	21.75%	19.05%
EPS（元）	3.85	5.48	6.91	8.41	10.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.17%	28.60%	29.33%	28.73%	27.95%
P/E	107	75	59	49	41
P/B	27	21	17	14	11

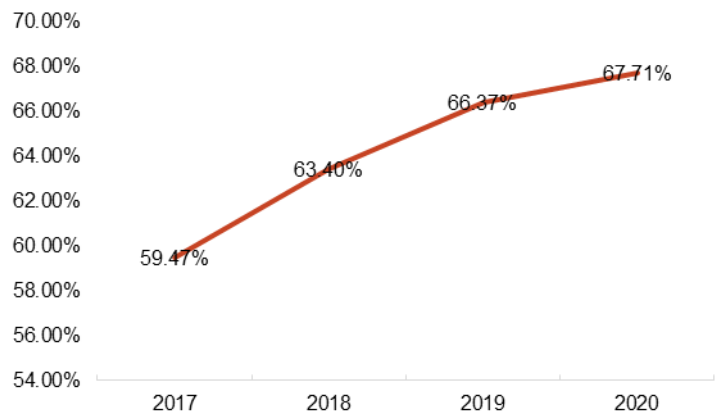
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-26



## 6.4、 翔宇医疗（688626.SH）：拥有提供一体化解决方案的能力，国内康复医疗器械领军者

公司是国内康复器械龙头企业，盈利能力逐年上升。翔宇医疗成立于 2002 年，并于 2021 年在科创板上市。公司注重研发，拥有多项专利以及齐全的产品线，逐渐成为国内康复医疗器械的龙头企业。公司自有产品包括：康复评定设备、康复训练设备、康复理疗设备，已形成 20 大系列、400 多种产品的丰富产品结构，在康复医疗器械领域拥有相对完整的产品体系。2017 年-2020 年，翔宇医疗主营业务毛利率逐年上升，分别为 59.47%、63.40%、66.37%和 67.17%，毛利率逐年上升且保持较高水平。未来随着公司运营效率提升，公司盈利能力具备可持续性。

图 25：翔宇医疗 2017~2020 年毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 13：翔宇医疗主要产品类别

产品大类	产品系列	产品用途	部分产品图例
康复评定设备	认知障碍评估系列 平衡评估系列 言语障碍评估系列 神经康复功能评估系列 心理康复评估系列 关节活动度评估系列	通过计算机程序控制及临床数据分析，对患者认知能力、运动能力、心理健康评分、关节活动度等数据进行评定，适用于脑卒中患者辅助训练，开展心理测量等。	 认知障碍康复评估训练系统平衡功能训练及评估系统智能多关节活动度测评系统
康复训练设备	运动训练系列 作业训练系列 吞咽言语训练系列	分别可带动患者进行主动训练，手部训练，吞咽相关的面颈部训练等，可达到促进肌力恢复，协调肌肉群间的反应能力的作用。	 四肢联动系列吞咽神经和肌肉电刺激仪

康复理疗  
设备

声疗、光疗、电疗、磁疗、冷  
热疗、压力疗法、水疗、牵引、  
熏蒸、灸疗、按摩疗法系列

通过各种不同物理化学  
的方式理疗,达到辅助治  
疗的效果。可实现镇痛、  
消炎、促进细胞再生、改  
善血液系统循环等作用

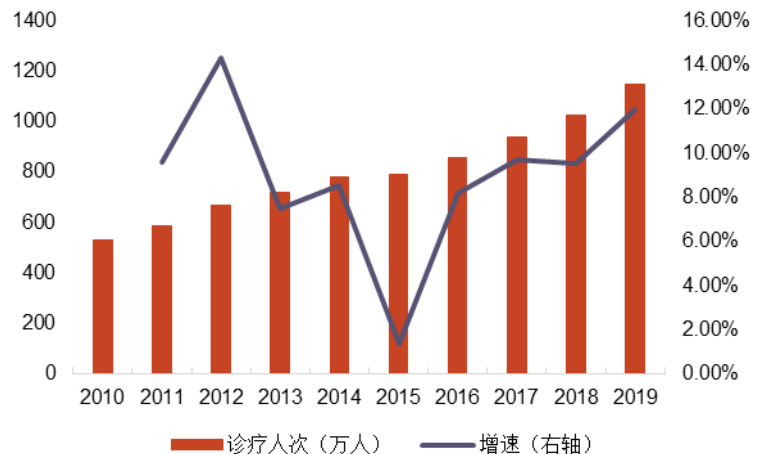


体外冲击波治疗仪 (声疗) 经颅磁刺激器 红外光灸疗机

资料来源: 翔宇医疗招股说明书, 光大证券研究所

**康复器械需求随着康复市场的发展逐渐递增, 康复器械市场已初现红利。**中国庞大的人口基数以及老龄化的加重在一定程度上意味着广阔的康复医疗器械市场。从上世纪 90 年代到 2010 年, 我国康复设备主要围绕着家用康复设备, 辅助器材等研发生产。但自 2010 年开始, 康复医疗项目进入医保报销体系。短短几年时间, 大量的先进进口康复医疗器械涌入国内。随着康复医疗市场的不断壮大, 康复医疗器械的种类更加全面, 覆盖的疾病种类不断增多。康复医院中高达万元以上的康复设备呈增长趋势, 年均复合增长率在 20% 以上。2019 年, 我国康复医院万元以上的设备总值高达 74.84 亿元, 与上一年相比同比增长 16.5%。康复医疗器械市场已经红利初现。

图 26: 2010~2019 康复医院诊疗人次



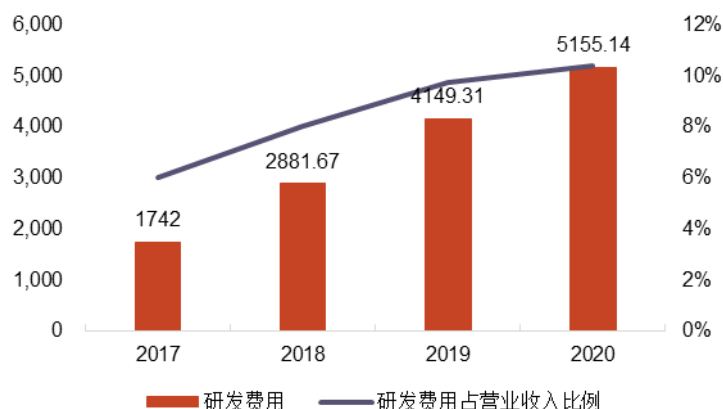
资料来源: 卫健委, 光大证券研究所绘制

**翔宇医疗积累了众多产品的核心技术。**翔宇医疗经过 18 年的技术积累和产品创新, 在技术研发过程中, 积累了大量拥有自主知识产权的核心技术。同时, 公司注重产学研合作, 与天津大学、西安交通大学、山东大学、郑州大学等高校及科研院所建立了长期的合作关系, 与中国人民解放军第 150 中心医院-全军军事训练医学研究所、中国残疾人辅助器具中心、郑州大学第五附属医院等开展长期的产品研发和产品试验的合作, 为企业的技术创新提供了持续动力。

**翔宇医疗可以提供完整产品群、服务及整体解决方案。**当前市场上能够提供部分康复医疗产品及服务的厂商多且分散, 但国内其他企业大多只能提供孤立产品, 经销商等客户往往难以一次性找齐需求产品, 国外的厂家则难以提供配套服务, 因此进口数较少。而翔宇医疗已经拥有 154 张医疗器械注册证, 预计 2021-2023 年还将增加五十至六十个医疗器械, 这些器械形成了完整产品群, 能够配合疾病康复治疗的完整治疗路径形成整体解决方案。同时医疗丰富的产品体系能够覆盖医疗体系内、外各机构的康复科、康复医院的建设需求, 翔宇通过与各地间接客户合作, 整合利用间接客户在当地的资源, 并通过众多的间接客户去覆盖全国各地的各类终端客户。另外, 翔宇医疗还在给代理商产品授权的同时提供专业化指导, 例如开展学术会, 提升医院、专科影响力, 帮助建设医联体, 建立患者转诊

网等，因而长期以来得到了越来越多的客户青睐，这是其他公司所不具备的渠道优势。

图 27：翔宇医疗 2017~2020 年研发费用（万元）及研发费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 营收关键假设：

1) **康复评定设备**：我们认为随着医生和患者对康复评定的理念逐渐重视，更客观的量化方法来评定患者功能障碍的种类、性质、范围、严重程度等会越来越被需要。随着公司康复评定设备新产品的不断推出和销售及产能扩张，我们预计 21-23 年公司的康复评定设备的收入将会同比增长 44.26%/34.56%/30.00%。

2) **康复训练设备**：目前康复训练器械在我国目前的康复器械市场中发展较快，公司在近年来推出下肢反馈康复训练、多关节主被动训练仪等技术含量较高的产品后进一步获得了市场的认可，我们预计 21-23 年公司的康复训练设备的收入将会同比增长 31.61%/30.83%/30.00%。

3) **康复理疗设备**：随着 2018 年公司将一部分康复理疗设备配件由进口改为自制，降低生产成本，以及产品的规格和工艺在 2020 年逐渐趋于成熟后，我们预计 21-23 年康复理疗设备收入同比增长 29.71%/26.67%/25.00%。

4) **经营及配件产品**：公司产品线会跟据市场需求、产品前景、技术能力不断完善，其在不断丰富自身产品种类的同时，为了满足客户整包的需求还会采购其他厂家的产品，我们预计 21-23 年经营及配件产品收入同比增长 30%/25%/25%。

5) **其他业务**：随着公司的发展和产品线的完善，公司的其他业务也将维持稳定增速。我们预计 21-23 年其他业务的收入同比增长 35%/25%/20%。

表 14：翔宇医疗营收预测表

单位：万元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	28913.59	35885.75	42741.5	49551.38	64954.17	83288.66	105618.03	131560.85	160387.32
YoY(%)	0.00%	24.11%	19.10%	15.93%	31.08%	28.23%	26.81%	24.56%	21.91%
毛利	17063.79	22808.78	28382.06	33572.45	46072.01	59938.83	75990.51	94683.35	115405.32
毛利率	59.02%	63.56%	66.40%	67.75%	70.93%	71.97%	71.95%	71.97%	71.95%
<b>康复评定设备</b>									
收入	881.06	950	1583.36	1896.60	3493.12	4700.19	6110.24	7637.8	9547.25
YoY(%)		7.82%	66.67%	19.78%	44.26%	34.56%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利	594.31	690.67	1203.93	1463.37	2784.47	3849.79	5004.73	6255.91	7819.89
毛利率	67.45%	72.70%	76.04%	77.16%	79.71%	81.91%	81.91%	81.91%	81.91%
<b>康复训练设备</b>									
收入	8112.88	10036	13396.8	14469.72	20059.73	26244.98	34118.48	42648.1	53310.12
YoY(%)		23.70%	33.49%	8.01%	31.61%	30.83%	30.00%	25.00%	25.00%

毛利	4597.51	6013.29	8505.19	9354.85	13852.04	18123.21	23560.17	29450.22	36812.77
毛利率	56.67%	59.92%	63.49%	64.65%	69.05%	69.05%	69.05%	69.05%	69.05%
<b>康复理疗设备</b>									
收入	17121.56	20892.98	23483.26	28635.47	35466.3	44924.72	56155.91	70194.88	84233.86
YoY(%)		22.03%	12.40%	21.94%	29.71%	26.67%	25.00%	25.00%	20.00%
毛利	10473.97	13649.74	15962.47	19851.49	25590.64	33063.65	41329.56	51661.96	61994.35
毛利率	61.17%	65.33%	67.97%	69.32%	72.15%	73.60%	73.60%	73.60%	73.60%
占比	59.22%	58.22%	54.94%	57.79%	54.60%	53.94%	53.17%	53.36%	52.52%
<b>经营及配件产品（不需要器械注册证的）</b>									
收入	2712.07	3816.84	3839.02	4122.26	5293.94	6617.42	8271.78	9926.13	11911.36
YoY(%)		40.74%	0.58%	7.38%	30.00%	25.00%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利	1311.98	2276.62	2403.11	2591.17	3347.89	4268.55	5335.69	6402.83	7683.4
毛利率	54.46%	59.65%	62.60%	62.86%	63.24%	64.50%	64.50%	64.50%	64.50%
<b>其他业务</b>									
收入	86.02	189.93	439.06	427.33	641.08	801.35	961.62	1153.94	1384.73
YoY(%)		120.80%	131.17%	-2.67%	35.00%	25.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利	86.02	178.46	307.36	311.57	496.97	633.63	760.36	912.43	1094.91
毛利率	100.00%	93.96%	70.00%	73.00%	77.52%	79.07%	79.07%	79.07%	79.07%

资料来源：wind,光大证券研究所预测

**盈利预测、估值与评级：**公司作为康复医疗器械龙头，产品体系健全，具备提供一体化解决方案能力，有望充分享受康复产业高速发展的行业红利。我们预测公司2021~2023年EPS为1.72/2.31/2.92元，现价对应2021~2023年PE为40/30/24倍。

我们选择A股的其他康复医疗器械公司伟思医疗/普门科技作为可比公司。可比公司当前股价对应2021年PE均值为51倍，公司当前股价对应2021年PE为40倍，考虑公司产品最为齐全，龙头地位稳固，应当给予一定溢价，参考可比公司平均估值给予翔宇医疗2021年60倍PE，对应股价为103.2元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 15：翔宇医疗的可比公司估值表

代码	公司	2021/7/26	EPS (元)				PE (倍)				市值 (亿元)
		收盘价 (元)	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
688580.SH	伟思医疗	130.14	2.46	2.83	3.87	5.19	53	46	34	25	88.95
688389.SH	普门科技	26.36	0.34	0.48	0.74	0.90	78	55	36	29	111.24
	平均值						66	51	35	27	
688626.SH	翔宇医疗	69.69	1.64	1.72	2.31	2.92	43	40	30	24	111.50

资料来源：Wind，可比公司盈利预测取自Wind一致预期，翔宇医疗盈利情况为光大证券研究所预测

**风险提示：**康复科建设放缓；竞争加剧致违规推广风险；安全事故风险等。

#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	427	496	650	833	1,056
营业收入增长率	19.10%	15.93%	31.08%	28.23%	26.81%
净利润 (百万元)	129	196	276	370	467
净利润增长率	60.56%	52.17%	40.58%	34.15%	26.26%
EPS (元)	1.07	1.64	1.72	2.31	2.92
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.57%	26.40%	12.97%	15.19%	16.55%
P/E	65	43	40	30	24
P/B	15.3	11.2	5.2	4.6	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-26

## 6.5、博雅生物（300294.SZ）：央企入主有望促进血制品长期发展

**华润医药收购事项稳步推进，央企入主利好长期发展。**高特佳集团与华润医药于2021年5月7日签署了《投资框架协议的补充协议》、《股份转让协议的补充协议》，明确了关于推进血浆产供合作相关安排事项：

- 1) 华润医药尽最大努力继续支持并统一推动丹霞生物下辖浆站的续证工作。
- 2) 华润医药本着积极主动解决问题的原则并采取合理有效的方式尽最大努力继续支持、推动丹霞生物与博雅生物血浆产供合作相关事项的政府审批和具体实施。
- 3) 华润医药尽最大努力支持、推动丹霞生物自身的产品研发，丰富产品线、优化产品结构；通过完善质量管控体系、工艺优化等提升生产水平。
- 4) 在华润医药完成对博雅生物控制权的收购后，双方将在满足上市公司监管要求的前提下，尽最大努力推动博雅生物收购丹霞生物的工作安排。
- 5) 华润医药、高特佳集团及博雅生物、丹霞生物将尽快形成具体的工作方案和计划进行推进，尽最大努力优先完成续证工作，并定期跟踪相关进度。
- 6) 高特佳集团尽最大努力推动上述血浆产供合作相关事宜，同时保证自身、博雅生物、丹霞生物均对华润医药的上述工作安排进行全力配合及支持。

公司于2021年7月15日公告披露，高特佳集团通过协议转让方式将其持有的公司69,331,978股股份（占公司总股本的16%）转让给华润医药控股已办理完成过户登记手续，在本次股份转让完成后，表决权委托随即发生法律效力，华润医药控股将持有公司69,331,978股股票，并合计拥有公司126,381,618股股票（占公司总股本的29.17%）的表决权，为公司第一大股东。后续公司对于丹霞下辖血浆站的续证、调浆、收购等工作有望得到有效推进，从而实现博雅生物的浆量跨越式发展，有望步入千吨级的血液制品第一梯队。

**新浆站拓展超预期，19个浆站带来巨大内生弹性：**博雅生物于2021年7月公告《关于博雅生物制药集团股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函的回复》中披露，预计2021-2023年新设浆站规划：内蒙古5家、山东3家、湖北1家、河北1家、河南1家、黑龙江5家、山西3家。上述浆站预计于2022年至2023年间逐步实现采浆，公司新浆站开采后的前三个完整自然年度浆量按照10吨、20吨和30吨作为计划目标，公司上述新设浆站全部建成后预计采浆总量350-450吨，带来巨大的血浆量增长空间。

**在研项目稳步推进，综合血浆利用率有望进一步提升：**2020年公司研发投入1.26亿元，占营业收入比例为4.70%，其中费用化0.89亿元，研发费用率3.32%。2020年公司获得“人凝血酶原复合物”《药品注册证书》。目前人凝血因子VIII产品已完成补充病例研究，准备提交上市申请；vWF因子、高浓度（10%）静注人免疫球蛋白已完成药学研究，准备申报临床实验。随着血制品种类持续丰富，公司的血浆综合利用率有望进一步提升。

**盈利预测、估值与评级：**由于公司进行了会计差错更正（公司于2021年7月15日发布会计差错更正公告，将全资子公司新百药业与山东赛诺康合作的肝素钠原料药的生产、销售等类似委托加工的业务由按总额法更正为按净额法确认收入），下调2021-2022年归母净利润预测为3.93/5.06亿元（分别下调4%/3%），考虑到2022-2023年间有望新增多个浆站，上调2023年归母净利润预测为6.64

亿元（上调 3%），同比增长 51.25%/28.74%/31.21%，对应 EPS 分别为 0.91/1.17/1.53 元，现价对应 PE 分别为 55/43/33 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**采浆量低于预期；在研血制品进度慢于预期；糖尿病或生化用药降价的风险。

#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,761	2,513	2,999	3,425	3,942
营业收入增长率	15.64%	-8.98%	19.33%	14.23%	15.07%
净利润（百万元）	426	260	393	506	664
净利润增长率	-9.17%	-38.97%	51.25%	28.74%	31.21%
EPS（元）	1.00	0.61	0.91	1.17	1.53
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.89%	6.33%	8.79%	10.28%	12.03%
P/E	50	82	55	43	33
P/B	5.5	5.3	4.8	4.4	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-26

## 6.6、信达生物（1801.HK）：Biotech 明星逐步成长为国际化 Big Pharma

**信迪利单抗稳健放量，大适应症陆续获批。**2021Q1，信迪利单抗销售额超过 7 亿元，保持了稳健的增长态势，我们预计该产品 2021 全年销售额有望超过 30 亿元。信迪利单抗 2021 年新获批多个大适应症，包括联合力比泰和铂类化疗 1 线治疗非鳞状非小细胞肺癌（2021.2 批准）、联合吉西他滨和铂类化疗 1 线治疗鳞状非小细胞肺癌（2021.6 批准）、联合贝伐珠单抗 1 线治疗肝癌（2021.6 批准），预计均有望参与 2021 年国家医保谈判，进一步扩大信迪利单抗的使用范围和支付可及性，持续拉动公司收入增长。

**创新国际化奏响序章，从本土创新走向全球创新。**公司在 2020 年 8 月将信迪利单抗与礼来的合作范围扩大至全球，表明礼来对于该产品的认可度持续提升。2021 年 5 月，美国 FDA 正式受理信迪利单抗联合培美曲塞和铂类用于治疗 1 线非鳞状非小细胞肺癌的上市申请，成为信达生物国际化战略的重要里程碑。信迪利单抗在美国获批上市后将在更大范围内将临床价值转化为商业价值，开启信达生物的国际化之路。

**研发管线持续丰富，创新药梯队持续壮大。**2021 年 7 月，国家药监局正式受理 FGFR 1/2/3 抑制剂 pemigatinib 片用于既往至少接受过一种系统性治疗，且经检测确认存在有 FGFR2 融合或重排的晚期、转移性或不可手术切除的胆管癌成人患者治疗的新适应症上市申请，该产品已经于 2021 年 6 月在中国台湾市场获批相同适应症；2021 年 6 月，国家药监局批准信迪利单抗联合贝伐珠单抗用于不可切除或转移性肝癌的 1 线治疗，成为全球首个获批用于肝癌患者 1 线治疗的 PD-1 免疫联合疗法；2021 年 6 月，国家药监局批准信迪利单抗联合化疗用于局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌的 1 线治疗；2021 年 6 月，公司引进葆元医药的 ROS1/NTRK 抑制剂 taletrectinib 在大中华区的独家共同开发和商业化权利；2021 年 2 月，国家药监局批准信迪利单抗联合化疗用于非鳞状非小细胞肺癌的 1 线治疗。公司的研发管线布局已经进入密集收获期，创新药梯队持续壮大，为销售收入的增加提供坚实的基础。

**盈利预测、估值与评级：**维持 2021-2023 年营业收入预测为 46.00/64.50/87.00 亿元，同比增长 19.67%/40.22%/34.88%；净利润预测为 -11.71/-8.12/-2.02 亿元，按照最新股本测算对应 EPS 为 -0.80/-0.56/-0.14 元。维持“买入”评级。

**风险提示：**研发进度不达预期的风险；销售情况不达预期的风险；国际合作不达预期的风险。

#### 公司盈利预测简表

指标 (人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1048	3844	4600	6450	8700
营业收入增长率	10953.34%	266.94%	19.67%	40.22%	34.88%
净利润(百万元)	-1720	-998	-1171	-812	-202
EPS (元)	-1.46	-0.74	-0.80	-0.56	-0.14

资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所预测，股价时间为 2021.7.26，港元兑人民币汇率=0.83229（注：2019.12.31 总股本为 1262562210 股，2020 年因行使股份激励计划、配售新股等原因总股本变更为 1402775997 股，2021 年因配售新股、行使股份激励计划、行使股份奖励计划等原因总股本变更为 1457098747 股）

## 6.7、荣昌生物 (9995.HK)：领衔 ADC 与双抗，双赛道走向国际化

**致力于开发高水平创新生物药，满足全球患者的临床需求：**荣昌生物由王威东先生领导的烟台荣昌制药和房健民博士于 2008 年共同创立，总部位于中国山东省烟台市，在中国和美国均设有实验研究机构和办事处。公司成立以来一直专注于抗体偶联药物 (ADC)、抗体融合蛋白、单抗及双抗等治疗性抗体药物领域，致力于研发 First-in-Class、Best-in-Class 的生物创新药，以创造药物临床价值为导向，为自身免疫疾病、肿瘤疾病、眼科疾病等重大疾病领域的未满足临床需求提供更加安全、有效、可及的临床解决方案。公司拥有全球首款 Blys/APRIL 双靶点融合蛋白泰它西普，以及中国首款自主研发的 ADC 创新药、也是目前唯一一款获得美国 FDA 授予突破性疗法认定的中国 ADC 产品维迪西妥单抗。

表 16：荣昌生物产品研发进展（截至 2021.06）

疾病领域	产品代码	药品名称	分子类型	靶点	适应症	地区	及优先审评情况 药物分类 1	研发进展审批状态/ 上市时间(预计申请)	新药上市时间 (预计申请)	上市时间 (预计)	商业化权利
自身免疫性疾病	RC18 (泰它西普)	注射用重组人 B 淋巴细胞刺激因子受体-抗体融合蛋白	融合蛋白	Blys/APRIL	联合标准治疗 (SOC) 治疗对 SOC 反应不佳的中度至重度 SLE	中国	生物制品创新药 1、优先审评 2	已上市/III 期 (上市后确证性临床)	2019 年 10 月 2	2021 年 3 月 2	全球
					单药治疗复发性 NMOSD	中国	生物制品创新药	III 期 (注册性临床)	2023 年	2024 年	
					联合 MTX 治疗 MTX 疗效不佳的中重度 RA	中国	生物制品创新药	注册 III 期 (临床注)	2023 年	2024 年	
					单药治疗原发性 SS	中国	生物制品创新药	II 期	2026 年	2027 年	
					单药治疗 IgA 肾病	中国	生物制品创新药	II 期	2026 年	2027 年	
					单药治疗复发缓解型 MS	中国	生物制品创新药	II 期	-	-	
					单药治疗全身型 MG	中国	生物制品创新药	II 期	-	-	
					SLE3	全球	快速通道资格 3	III 期 (注册性临床) 3	2025 年 3	2026 年	
单药治疗 IgA 肾病	全球	-	II 期	-	-						
肿瘤	RC48 (维迪西妥单抗)	注射用重组人源化抗 HER2 单抗-MMAE 偶联剂	ADC	HER2	单药治疗 HER2 过表达局部晚期或转移性 GC	中国	生物制品创新药 先审评 4、优	已上市/III 期 (上市后确证性临床)	44044	2021 年 6 月 4	全球
					单药治疗 HER2 过表达局部晚期或转移性 UC	中国	生物制品创新药、突破性疗法认定 5 突	II 性临床) 期 (注册)	2021 年	2022 年	
					单药治疗 HER2 阴性 UC	中国	生物制品创新药	II 期	-	-	

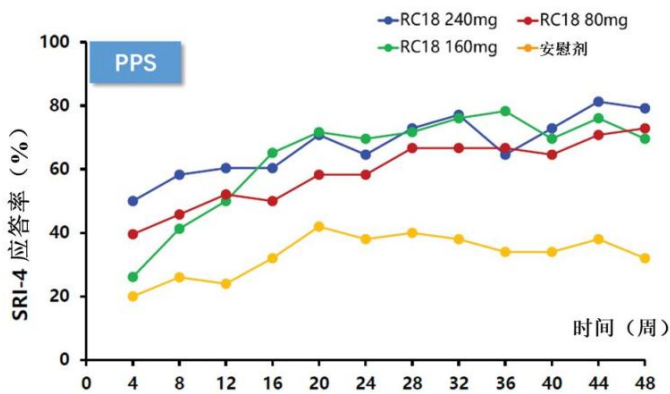
				联合治疗局部晚期或转移性 UC (不检测 HER2 状态)	中国	生物制品创新药	Ib/II 期	-	-	
				联合治疗 HER2 表达 (IHC1+/2+/3+) 晚期实体瘤	中国	生物制品创新药	I 期	-	-	
				单药治疗 HER2 低表达 (IHC2+/FISH-) 局部晚期或转移性 BC	中国	生物制品创新药	III 期 (注册性临床)	2023 年	2024 年	
				单药治疗 HER2 阳性局部晚期或转移性 BC/HER2 阳性存在肝转移的 BC	中国	生物制品创新药	II/III 期	-	-	
				单药治疗 HER2 过表达或 HER2 突变的晚期 NSCLC	中国	生物制品创新药	Ib 期	-	-	
				单药治疗一线化疗失败的 HER2 过表达晚期 BTC	中国	生物制品创新药	II 期	-	-	
				HER2 表达局部晚期或转移性 UC	全球	快速通道性疗法认定资格、5 突破	II 期	-	-	
				HER2 表达局部晚期或转移性 GC	全球	快速通道资格、药资格认定 4 孤儿	II 期	-	-	
	RC88	注射用 RC88	ADC	间皮素	中国	生物制品创新药	I 期	-	-	全球
	RC98	注射用 RC98	单克隆抗体	PD-L1	中国	生物制品创新药	I 期	-	-	全球
	RC108	注射用 RC108	ADC	c-MET	中国	生物制品创新药	I 期	-	-	全球
	RC118	-	ADC	Claudin18.2	中国	生物制品创新药	IND 准备	-	-	全球
	RC138	-	双特异性抗体	保密	中国	生物制品创新药	IND 准备	-	-	全球
	RC148	-	双特异性抗体	保密	中国	生物制品创新药	IND 准备	-	-	全球
	RC158	-	双特异性抗体	保密	中国	生物制品创新药	IND 准备	-	-	全球
眼科	RC286	RC28-E 注射液	融合蛋白	VEGF/FGF	中国	生物制品创新药	Ib 期	-	-	全球
					中国	生物制品创新药	II 期			
					中国	生物制品创新药	II 期			

资料来源：荣昌生物招股说明书、光大证券研究所

**泰它西普为 SLE 患者带来新选择，彰显公司在自身免疫病领域的研发实力：**公司自主研发的双靶向 (BLyS×APRIL) 融合蛋白药物泰它西普 (商品名：泰爱) 于 2021.3 获得国家药监局在中国的有条件上市批准，用于治疗系统性红斑狼疮 (SLE)。该产品的获批上市彰显了荣昌生物在自身免疫病领域的强大研发实力。公司公告披露，2019 年 SLE 全球患者约 770 万人，中国患者约 100 万人；估计到 2030 年全球患者将达到 860 万人，中国患者将达到 110 万人。SLE 领域面临着巨大的未满足临床需求，而泰它西普是近 60 年内在我国获批的第二个可用于 SLE 的全新生物制剂，为国内患者带来了新的治疗选择。公司目前正在探索泰它西普治疗其他自身免疫疾病的能力，有望进一步拓宽该产品的市场空间。

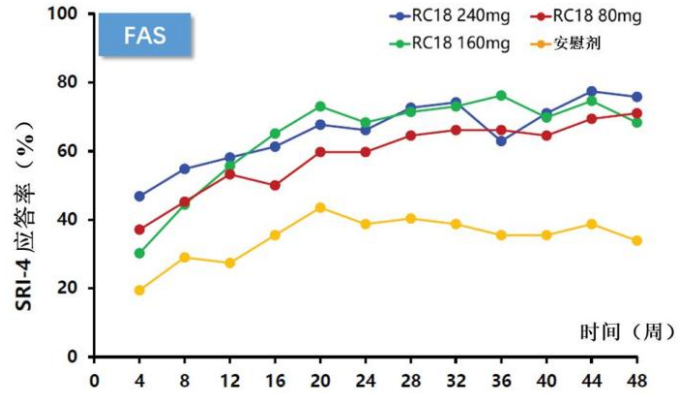


图 28: 泰它西普显著改善了 PPS 患者的 SRI-4 应答率



资料来源: 荣昌生物招股说明书、光大证券研究所 (注: SRI-4 是一种对红斑狼疮疾病活动程度和药物应答情况的综合计量指标; PPS=符合方案集, 包括随机分配至泰它西普组, 且已接受至少 12 剂泰它西普治疗并完成了 SRI-4 评估的患者)

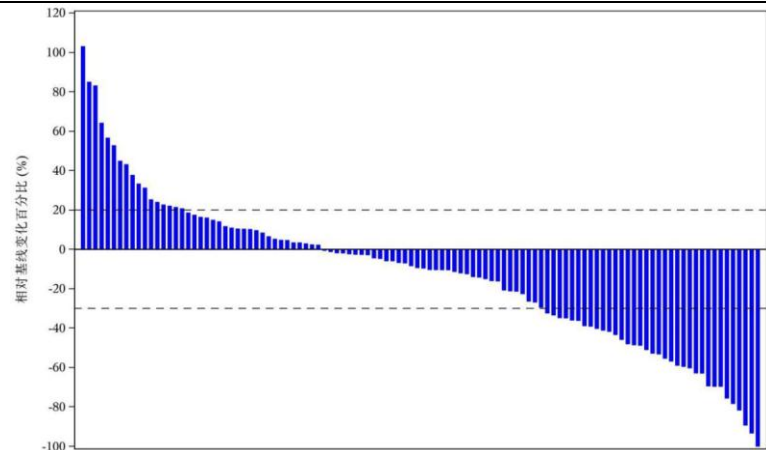
图 29: 泰它西普显著改善了 FAS 患者的 SRI-4 应答率



资料来源: 荣昌生物招股说明书、光大证券研究所 (注: SRI-4 是一种对红斑狼疮疾病活动程度和药物应答情况的综合计量指标; FAS=全分析集, 包括随机分配至泰它西普治疗组且进行至少一次疗效评估的患者)

**国产 HER2-ADC 首家上市, 纬迪西妥单抗领航国内 ADC 行业:** 公司自主研发的新型 HER2-ADC 注射用纬迪西妥单抗 (商品名: 爱地希) 于 2021.6.9 获得国家药监局在中国的附条件上市的批准, 用于治疗局部晚期或转移性胃癌 (包括胃食管结合部腺癌) (GC), 成为首个获批上市的国产 ADC 药物。公司针对该产品进行了一系列差异化的适应症开发, 包括 HER2 阳性和 HER2 低表达乳腺癌、HER2 阳性胃癌和尿路上皮癌, 以及 HER2 表达的其他癌症。同时纬迪西妥单抗也在国际化方面大步前进, 美国 FDA 已授予纬迪西妥单抗用于晚期或转移性胃癌及胃食管结合部腺癌的快速通道资格、针对尿路上皮癌的突破性疗法认定, 未来该产品有望成为创新药国际化的优秀代表。

图 30: 纬迪西妥单抗在 HER2 过表达胃癌或胃食管结合部腺癌患者中显示出具有临床意义的缓解效果



资料来源: 荣昌生物招股说明书、光大证券研究所

**启动科创板上市工作, 募集资金推动公司长远发展:** 公司于 2021 年 6 月提交了科创板首次公开发行股票招股说明书 (申报稿), 拟募集资金用于 (1) 生物新药产业化项目主要为建设新的产品生产线与购置配套设备, 进一步提升公司抗体药物产业化能力以满足在研产品未来上市的产能需求, 有利于增加公司产品市场占有率与经济效益; (2) 抗肿瘤抗体新药研发项目、自身免疫及眼科疾病抗体新药研发项目主要涉及公司不同治疗领域在研抗体药物的各项临床试验开支, 利于在研产品临床试验的顺利开展以及产品快速获批上市, 从而丰富公司抗体药物

产品线，提升与巩固公司在抗体药物领域的市场地位；（3）补充营运资金项目可提升公司资金实力，满足公司日常经营的资金需求，利于公司持续保持市场竞争优势。

**表 17：荣昌生物募集资金拟投资项目（万元）**

序号	项目名称	项目投资总额	拟用本次募集资金投入金额
1	生物新药产业化项目	370500.00	160000.00
2	抗肿瘤抗体新药研发项目	206201.05	85330.00
3	自身免疫及眼科疾病抗体新药研发项目	150162.25	34670.00
4	补充营运资金项目	120000.00	120000.00
合计		846863.30	400000.00

资料来源：荣昌生物招股说明书、光大证券研究所

### 盈利预测关键假设：

- 1) 泰它西普从 2021 年开始销售，考虑到自身免疫病放量速度较慢，参考其他国产自身免疫病药物的销售放量节奏，假设 2021~2023 年销售收入分别为 1.00/3.00/9.00 亿元；
- 2) 纬迪西妥单抗从 2021 年开始销售，参考其他肿瘤抗体药销售放量节奏，由于获批时间相对较晚，2021 年内实际可销售时间较少，保守估计销售收入 0.80 亿元，但由于肿瘤治疗需求刚性较强，预计 2022~2023 年分别实现销售收入 4.00/10.00 亿元；
- 3) 抗体药物随着生产规模扩大将逐步产生规模经济效应，毛利率逐年提升，假设 2021~2023 年毛利率分别为 80.00%/85.00%/90.00%；

综合以上假设，我们预测公司 2021-2023 年实现营业收入为 1.80/7.00/19.00 亿元，同比增长 NA/288.89%/171.43%；归母净利润-7.99/-7.41/-2.89 亿元，对应 EPS 分别为-1.63/-1.51/-0.59 元。

**表 18：荣昌生物收入结构预测**

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
泰它西普销售收入			100	300	900
YOY				200.00%	200.00%
纬迪西妥单抗销售收入			80	400	1000
YOY				400.00%	150.00%
营业收入			180	700	1900
YOY				288.89%	171.43%
营业成本			36	105	190
毛利			144	595	1710
毛利率			80.00%	85.00%	90.00%

资料来源：光大证券研究所预测

**估值与评级：**荣昌生物是国内抗体药明星企业，在 ADC 和双抗的领域均走在行业前列，随着前两个产品的商业化逐步落地，公司将成长为具备完整的研发、生产、销售能力的创新药龙头企业。由于公司尚未产生利润，因此对公司的两项核心产品泰它西普和纬迪西妥单抗采取 NPV 估值，关键假设为：

- 1) 泰它西普作为慢性病用药，放量速度相对较慢、生命周期较长，假设上市后 8 年达到销售峰值；纬迪西妥单抗作为肿瘤药，放量速度快、同时肿瘤药领域竞争激烈导致生命周期偏短，假设上市后 6 年达到销售峰值；
- 2) 患者人数参考荣昌生物招股说明书中的数据；

- 3) 在各个适应症的渗透率根据竞争格局的激烈程度来确定；
- 4) 定价水平参考分别参考中美两国同类药物的定价水平；
- 5) 峰值销售收入=患者人数×渗透率×定价；
- 6) 假设折现率  $r=7\%$ ；
- 7) 考虑到自身免疫病药物更新换代相对缓和，而肿瘤药的更新换代相对迅速，假设泰它西普永续增长率为 $-1\%$ ，纬迪西妥单抗的永续增长率为 $-2\%$ ；
- 8) 其他早期研发管线尚未披露数据，合计估值为 50 亿元；
- 9) 预计 2021 年底公司的现金及现金等价物为 19 亿元。

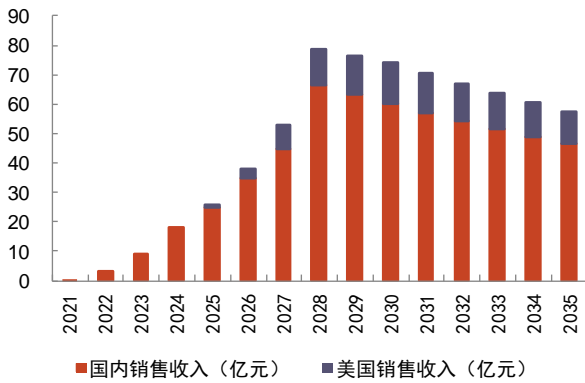
综合以上假设，我们给予公司 521 亿元的估值，按照 2021.7.9 港元对人民币汇率= 0.83 换算为 625 亿港元，对应目标价为 128.00 港元。首次覆盖，考虑到公司在双抗和 ADC 两大领域进度领先，药物发现和临床开发能力优秀，占据了医保谈判、学术推广、商业化销售等方面的先发优势，给予“买入”评级。

表 19：荣昌生物绝对估值表

	中国销售峰值 (亿元)	美国销售峰值 (亿元)	估值 (亿元)
泰它西普	67	14	238
纬迪西妥单抗	32	53	214
其他早期研发管线			50
现金及现金等价物			19
合计			521

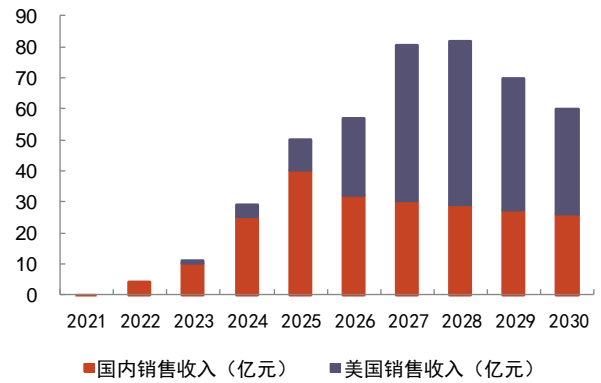
资料来源：光大证券研究所预测

图 31：泰它西普销售收入预测



资料来源：光大证券研究所预测（注：假设国内 2028 年达到峰值，美国 2030 年达到峰值）

图 32：纬迪西妥单抗销售收入预测



资料来源：光大证券研究所预测（注：假设国内 2026 年达到峰值，美国 2028 年达到峰值）

**风险提示：** 临床试验失败的风险；研发审批进展不达预期的风险；药品降价超预期的风险。

公司盈利预测简表

指标 (人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	0	0	180	700	1900
营业收入增长率	NA	NA	NA	288.89%	171.43%
净利润(百万元)	-430	-698	-799	-741	-289
EPS (元)	-1.65	-1.71	-1.63	-1.51	-0.59

资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所预测，股价时间为 2021.7.26，港元兑人民币汇率=0.83229

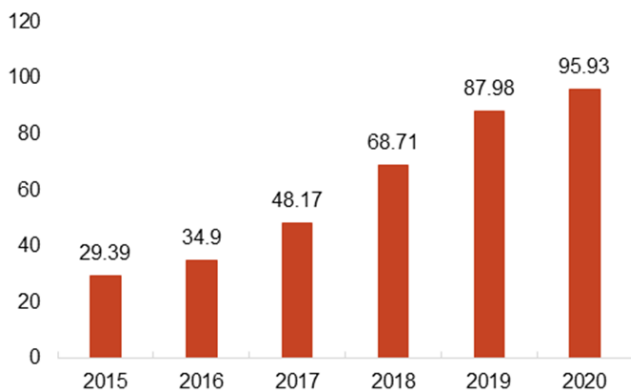
## 6.8、奕瑞科技 (688301.SH)：X 射线探测器全球寡头，影像设备核心零部件一站式服务商雏形已现

**X 射线探测器应用广泛，行业保持稳定增长。**数字化 X 射线探测器的应用范围非常广泛，涉及医疗、工业无损检测及安防检查等多个不同领域。根据应用场景的不同，可分为医疗领域及非医疗领域。根据 Yole 统计，2018 年医疗领域的探测器销售额份额占比达到 74%，非医疗领域主要包括工业、安防、兽用、食品等。根据 Yole 预测，静态平板探测器在 2030 年将有 17.81 亿美元的全球销售额，在 X 射线探测器市场中的份额约占 30% 的份额，可推算出 2030 年全球平板探测器的市场为 59.36 亿美元，2018~2030 年销售额 CAGR 为 9.49%。

**公司为 X 射线平板探测器全球寡头企业，凭借性价比优势持续提升国际市占率。**2018 年全球市占率 8.09%，2020 年已达到 12.91%。2015 年~2020 年奕瑞科技营收 CAGR 为 29.77%，归母净利润 CAGR 为 63.65%，保持较高增速。奕瑞科技产品类型丰富，性价比优势突出。凭借卓越的研发及创新能力，成为全球为数不多的、掌握全部主要核心技术的数字化 X 射线探测器生产商之一。主要产品性能优越，像素尺寸、帧率、量子探测率 (DQE)、调制传递函数 (MTF) 及重量等指标均优于公开渠道获取的竞品信息。通过培养本土化供应链，采用分散采购策略，同时建立自有的生产基地实现逐年降本。2018 年，奕瑞科技建立的太仓生产基地已进入规模化量产，带动了公司的出货量增长，也带动公司产业链向上游延伸。奕瑞科技的产能已由 2017 年的 5300 台上升至 2019 年的 12500 台，产量由 2017 年的 5873 台上升至 2019 年的 12464 台。2020 年在疫情期间的需求影响下，产量更是大增 136.29%，达到 29451 台。

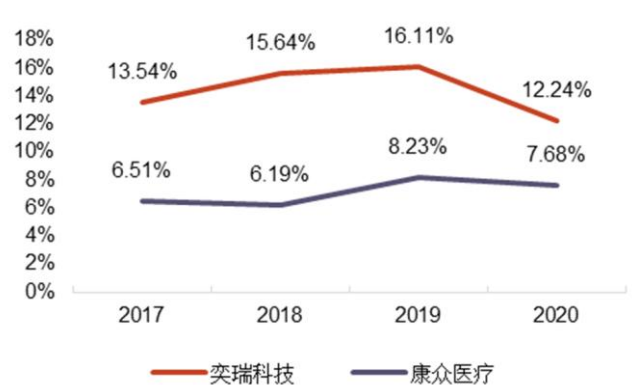
**重视研发，力争成为影像设备核心零部件一站式综合服务商。**奕瑞科技的研发投入连年增加，2017~2020 三年的研发费用占营收比例几乎均超康众医疗的两倍。奕瑞科技具有严格的工艺、开发流程，多项产品的性能、可靠性及稳定性达到全球先进水平。动态探测器已实现量产，处于快速放量阶段，销售收入占主营业务收入比例已从 2017 年的 4.14% 上升至 2020 年的 17.67%。奕瑞科技已掌握动态探测器的技术难点，加大研发力度储备高端技术，力图实现弯道超车。奕瑞科技碘化铯蒸镀及封装先进工艺已达世界先进水平，也已具备平板探测器另一核心部件——高压发生器的量产能力。长期研发目标是从数字化 X 射线探测器配套供应商转型为一站式影像链产品开发及方案解决供应商，强化奕瑞科技在影像设备产业的平台型能力。奕瑞科技还参与了动态探测器行业规则制定。

图 33：2015~2020 年奕瑞科技研发费用投入（百万元）



资料来源：奕瑞科技招股说明书、年度报告、wind、光大证券研究所

图 34：2017~2020 年奕瑞科技、康众医疗研发费用率对比



资料来源：奕瑞科技招股说明书、康众医疗招股说明书、光大证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**公司为 X 射线平板探测器全球寡头企业，凭借性价比优势持续提升国际市占率。随着 X 射线平板探测器应用场景不断扩张，公司有望分享行业扩容红利。随着动态探测器、CMOS 和高压发生器等新品逐步上量，公司有望成为影像设备核心零部件一站式服务商。维持公司 21-23 年 EPS 预测为 4.49/6.39/8.75 元，现价对应 21-23 年 PE 为 74/52/38 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**海外政策风险、平板探测器行业增速下滑、新品商业化受阻等。

#### 公司盈利预测与估值简表

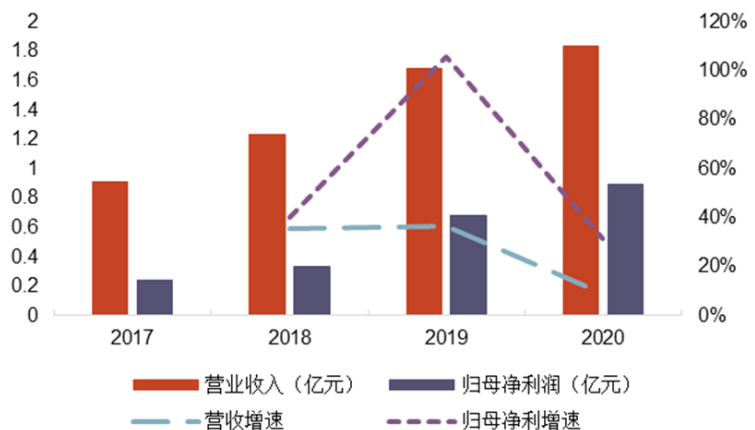
指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	546	784	1,070	1,465	2,019
营业收入增长率	24.28%	43.58%	36.43%	36.96%	37.77%
净利润（百万元）	96	222	326	464	635
净利润增长率	59.14%	130.54%	46.72%	42.17%	36.94%
EPS（元）	1.77	3.06	4.49	6.39	8.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.65%	8.44%	11.29%	14.30%	17.04%
P/E	186	108	74	52	38
P/B	42.2	9.1	8.3	7.4	6.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-26

## 6.9、奥精医疗（688613.SH）：精耕行业技术领先，骨缺损修复隐形龙头风正扬帆

**深耕骨材料 17 年，技术路径全球最优，已进入业绩快速发展期。**奥精医疗成立于 2004 年，核心团队来自清华，核心主营产品为骨修复材料。公司技术路径全球最优，已建立了具有完整知识产权的体外仿生矿化技术平台。核心产品已获得 FDA、CE 及 CFDA 多项注册证，在中国 300 余家大型三甲医院使用，认可度高。经过数十年学术推广积淀，公司营收利润已进入快速增长阶段，2018~2020 年营业收入/归母净利润 CAGR 分别为 26.22%/54.78%。

图 35：2017-2020 年公司营收利润（左轴）及增速（右轴）

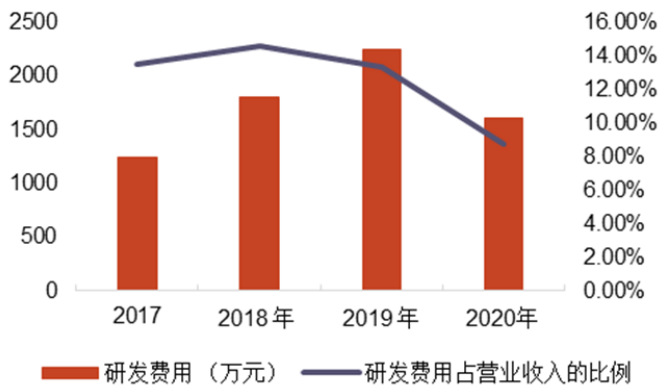


资料来源：奥精医疗招股说明书、光大证券研究所

**行业将迎快速增长期，5-6 年内可见千亿大市场。**2020 年我国骨修复材料市场规模约 50~60 亿元，终端规模接近 500 亿元。行业国产化率低，平均国产化率不足 20%，公司为国产企业绝对龙头。骨科关节等产品集采背景下，医生有更强动力利用人工骨替代自体骨或同种异体骨，海外人工骨渗透率超 50%，国内不及 30%。此外，口腔和医美行业增速快，人工骨 2021-2025 年市场规模 CAGR 有望保持 20% 增速，5~6 年内可见千亿大市场，出厂口径规模将突破百亿元。

**“骨科+口腔+医美+神经”四轮驱动，研发管线提供后续动力。**公司产品线齐全，核心产品具有生物相容性好、成骨率高等优势。公司上市后将加大销售投入，四大板块营收将显著提速，尤其在口腔和神经领域有望发力。此外，公司产品已于2018年后在全球销售，2019年在美国已实现300万元人民币收入。公司在研管线中还有新一代矿化骨、颅骨3D打印骨、人工皮肤、胶原蛋白海绵等重磅产品。其中新一代矿化骨已进入临床，工艺和成分上再度提升，有望进一步拉开与同行差距。

图 36: 2017~2020 年公司研发费用及占营收比



资料来源：奥精医疗招股说明书、光大证券研究所

图 37: 公司已进入的部分境内三甲医院



资料来源：奥精医疗招股说明书、光大证券研究所

**盈利预测、估值与评级：**公司为骨修复材料全球领军企业，技术路径全球最优，研发管线产品丰富。核心产品已度过学术推广期进入快速起量期，并将充分享受骨科、口腔、医美等行业高增长。维持公司21-23年EPS预测为1.04/1.46/1.98元，现价对应21~23年PE为71/50/37倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新材料研发风险、海外销售风险、新品商业化受阻风险等。

#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	169	184	264	358	479
营业收入增长率	36.30%	9.00%	43.46%	35.78%	33.70%
净利润 (百万元)	68	89	138	195	264
净利润增长率	105.50%	31.22%	55.52%	40.72%	35.48%
EPS (元)	0.68	0.89	1.04	1.46	1.98
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.72%	14.28%	10.57%	13.19%	15.50%
P/E	108	82	71	50	37
P/B	13.7	11.8	7.5	6.6	5.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-26

## 6.10、威高股份 (1066.HK)：医疗器械整体方案解决者，龙头价值有望重估

**2020年业绩整体符合市场预期。**公司2020年实现营业收入113.5亿元（同比+9.3%），实现归母净利润20.3亿元（同比+9.7%），整体业绩符合市场预期。受疫情影响，公司2020年收入增速放缓，产品结构变化，整体毛利率为56.9%（同比-5.8pp），公司积极进行费用管控，期间费用率小幅降低。预计2021年公司有望迎来低基数下业绩快速增长。

**药品包装高速增长，其他板块逐步从疫情影响中恢复。**2020年各板块中：药品包装业务表现靓丽，实现收入16.9亿元，同比大幅增长32.2%，预充式注射器有望受益于新冠疫情，扩大在药品包装领域的市场影响力；医疗器械产品实现收入57.5亿元（同比+5.8%）；骨科业务实现收入17.5亿元（同比+12.4%），公司下半年骨科业务渠道去库存，增速放缓；介入业务实现收入16.1亿元（同比-2.7%）；血液管理业务实现收入5.4亿元（同比+18.8%）。

**耗材带量采购逐步推进，头部企业抵御风险能力强。**各地集采已于2019年开始陆续进行，公司凭借丰富产品组合和强大研发实力积极应对并配合各地集采，也加快布局高附加值产品、拓展新业务新产品，我们认为集采短期内对部分低耗品种带来波动影响，但长期看头部企业抵御风险能力强，有望凭借供应能力、临床服务能力加速向基层低级医院下沉、扩大市场份额。

**分拆骨科于科创板上市，优化股权激励。**公司层面于3月30日宣布，董事长张华威先生辞任，原CEO龙经先生任董事长，任命丛日楠先生为新的CEO。管理团队年轻有为，也有相应的股权激励，有望引领公司实现新的增长。子公司层面，威高骨科已于科创板顺利上市，骨科行业景气度较高，公司是国内骨科产品全类别厂家，竞争力强，科创板上市有望优化子公司管理层激励，迎来新的发展。

**盈利预测与估值：**公司是国内医疗器械龙头，产品组合丰富，公司积极应对集采并储备推出新产品，略上调公司2021-2022年EPS预测至0.59/0.70元（原为0.55/0.64元，上调7.2%/9.3%），并新增2023年每股盈利预测0.80元，当前股价对应PE分别为20/17/15倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**高值耗材降价压力、低值耗材增长乏力、海外业务经营风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,364	11,345	13,626	16,129	18,535
营业收入增长率	17.65%	9.47%	20.11%	18.37%	14.92%
净利润（百万元）	1,923	2,030	2,678	3,162	3,626
净利润增长率	21.25%	5.56%	31.93%	18.08%	14.66%
EPS（元）	0.41	0.45	0.59	0.70	0.80
P/E	29	26	20	17	15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年7月26日，汇率取“1港币=0.83229人民币”

## 6.11、药明康德（603259.SH/2359.HK）：一体化战略稳健持续，细胞基因治疗CDMO有望放彩

**CRO一体化服务龙头公司，尽显强劲增长。**公司是中国最大，全球领先的CRO公司，为小分子药提供从药物发现到商业化生产的端到端服务，合作对象囊括全球前二十大药企与顶尖医药初创公司。公司从临床前业务起家，已经拓展至临床CRO及CDMO，成为全球少有的打通CRO全链条的公司。公司2020年实现营业收入165.35亿元，同比增长28.46%，体现强劲增长。

**核心业务盈利稳健，早期项目持续导流。**公司起家于实验室服务业务，依靠强大的早期研发团队，不断获取早期项目，在2021年Q1就新增360余个客户，总活跃客户数达到4400余个，中国区实验室服务收入达25.63亿元，同比增速49%。通过早期服务获得的客户进一步被引流至公司其他业务部门，约80%的客户在公司使用多项服务。预计随着项目不断推进，公司的临床业务以及CDMO业务收入也持续提升。

**CDMO 业务发力，产能扩张进一步提高营收。**2020 至 2021Q1，在各项业务中公司 CDMO 业务增速最高，正成为营收重要的增长引擎。公司采用跟随并赢得分子战略，与药明生物相似，有望随着项目从临床推进至商业化而放量。截至 21Q1，公司 CDMO 管线中包含 28 个商业化项目和 46 个 III 期临床试验项目。2020 年公司大举募资投入 CDMO 产能建设当中，累计投资超 70 亿元。泰兴工厂将在 2022 年提供 14 万+平方米以上的大规模原料药和寡核苷酸及肽原料药生产能力，无锡和常州生产基地建设进展良好，预计 2021 年下半年建成后 will 显著提升产能。

提前布局，细胞基因治疗 CDMO 迎来增长。2020 年以来，细胞治疗及基因治疗领域热度持续提升，截至 2021Q1，全球新增 3 款 CAR-T 疗法获批上市，中国 CAR-T 公司有五家陆续 IPO。药明康德深耕细胞基因治疗 CDMO 领域多年，现有 36 个相关产品处于研发管线中，包括 14 个 II/III 期临床试验项目。随着与 OXGENE 的整合顺利进展，以及海外疫情放缓，药明康德作为龙头公司在细胞基因治疗 CDMO 业务将大有所为。

**盈利预测与投资评级：**公司是一站式 CXO 龙头，基于强劲的 CDMO 服务增长态势和公司快速恢复的临床 CRO 业务带来的超预期净利润增长，我们维持预测公司 21-23 年净利润为 43.04/58.19/76.98 亿元，分别同比增长 45.4%/35.2%/32.3%，对应 21-23 年 EPS 为 1.46/1.97/2.61 元。A 股对应 21-23 年 PE 为 102/75/57 倍，维持“买入”评级；H 股对应 21-23 年 PE 为 94/69/53 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**医药研发投入不及预期，竞争加剧导致业绩不及预期。

#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	12,872	16,535	21,563	28,286	37,179
营业收入增长率	33.9%	28.5%	30.4%	31.2%	31.4%
净利润（百万元）	1,855	2,960	4,304	5,819	7,698
净利润增长率	-18.0%	59.6%	45.4%	35.2%	32.3%
EPS（元）	1.12	1.21	1.46	1.97	2.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.7%	9.1%	12.0%	14.4%	16.6%
P/E	132	122	102	75	57
P/E（H 股）	122	113	94	69	53

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-26；汇率：按 1HKD=0.83229CNY 换算；注：公司 2019 年末股本为 16.51 亿股，2020 年末股本为 24.42 亿股，2021 年 6 月因资本公积转增股本、H 股可转换债券转股等原因导致公司总股本发生增至 29.52 亿股

## 6.12、药石科技（300725.SZ）：小分子砌块龙头，打通 CDMO 延伸链

**全球领先的分子砌块提供商。**公司成立于 2006 年，目前已经成为分子砌块领域的全球领先企业，主要服务于全球化药的 me-better、FIC 创新。公司的分子砌块库是在核心团队多年一线药物研发经验基础上构建而来，具有极高的技术壁垒。公司 2020 年实现收入 10.22 亿元、归母净利润 1.84 亿元，营收较 2019 年增长 54%，净利润增加 21%，增长强劲。

**浙江晖石收购完成，CDMO 业务加速提升。**公司于 2021 年 3 月 25 日与博腾股份和美诺华签订股权转让协议，以 1.65 亿元收购博腾股份和美诺华的浙江晖石 16.5% 的股权，于 2021 年 5 月 17 日进一步收购，使其成为公司的全资子公司。2019 年，浙江晖石生产基地以零缺陷通过美国 FDA 审计，资质产能一应俱全。2020 年，浙江晖石实现营业收入 2.9 亿元，并扭亏为盈，实现利润 1289 万元，经营情况持续改善。我们认为，公司在这个节点控股浙江晖石，可以进一步增厚公司利润，同时增加对产能端的控制能力。此外，晖石总投资 10.2 亿元用于建



设年产 495 吨小分子高端药物及关键中间体技改项目以及新建工程技术中心，项目建成后，预期达产可实现销售收入 20 亿产值。2020 年，公司 CDMO 业务收入同比增长 56%，完成 476 个项目。浙江晖石可以帮助公司加大开拓 CDMO 业务，打开成长空间。

**远期：构建新技术，平台化在路上。**研发分散化下，药石正逐步渗透全球分子砌块 400 亿美元市场。在此基础上，公司进一步拓宽赛道，搭建 DNA 编码库，FBDD 库，虚拟分子库等多个新药筛选技术平台，丰富了苗头化合物与先导化合物的筛选来源，为客户提供更多元化的服务。

**盈利预测与投资评级：**公司作为分子砌块龙头，随着客户管线推进，业绩将持续较高增长。我们维持公司 21-23 年净利润预测为 2.74/3.72/5.29 亿元，分别同比增长 49%/36%/42%，现价对应 21-23 年 PE 为 97/71/51 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**企业研发投入不及预期；竞争加剧。

#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	662.2	1,022.2	1,434.2	1,977.9	2,472.4
营业收入增长率	38%	54%	40%	38%	25%
净利润（百万元）	152.1	184.2	274.3	372.1	529.0
净利润增长率	14%	21%	49%	36%	42%
EPS（元）	1.05	1.20	1.37	1.86	2.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.5%	9.7%	12.7%	14.9%	17.7%
P/E	127	111	97	71	51
P/B	34	14	13	12	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-26

## 7、风险分析

### 1. 控费政策超预期

药品带量采购和耗材集采将逐步实施，存在执行的范围、降价幅度继续超出预期的风险。

### 2. 研发失败风险

尽管众多药企拟转型创新药，但创新药研发属于高风险经营行为，一旦寄予厚望的管线研发失败，可能对已投入大量资源研发的上市药企的股价有较大冲击。

### 3. 政策支持不及预期

本次疫情中暴露出的问题，往往需要政策层面的推动才能解决，但存在较大不确定性。如果政策层面没有一定的支持，可能相关产品的普及、升级进展将会低于预期。

### 4. 板块估值下挫风险

医药板块子板块众多，部分细分领域中的标的估值较高，提醒估值下挫风险。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 分析师声明

本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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE