

医药“芯”科技，上游新崛起

——2021年秋季医药生物行业投资策略

行业评级：买入

2021年8月15日

孙建 博士

医药首席分析师

SAC号码：S1230520080006

浙商证券 | 医药生物组 | 团队介绍

浙商证券医药团队是富有竞争力的新团队，核心成员来自新财富分析师团队，致力于系统化研究探索中国医药产业变迁中的投资机会，把握趋势、创造价值。成立以来，我们率先系统化调研医药研发外包、IVD、原料药等产业链，秉承产业趋势敏感、深入把握，服务投资的理念，一二级市场互动，多次参加上市公司、产业优质公司内部战略会议，为产业建议献策。



孙建 博士

医药行业首席分析师，北京大学医学部生药学博士，7年证券研究经验，于2020年7月加入浙商证券，曾先后在海通证券、中泰证券担任高级分析师，民生证券医药行业首席分析师，民生证券研究院院长助理，2016、2017年新财富分析师医药生物第2、3名（团队），2020年投研社最受欢迎医药分析师（个人）。
联系电话：13641894103



毛雅婷 研究助理

中国人民大学硕士
重点覆盖原料药、化学制剂、疫苗和血制品方向。
联系电话：15038304564



高超 研究助理

上海交通大学硕士
重点覆盖医疗器械和医疗服务方向。
联系电话：15800731566



刘明 博士 研究助理

北京大学医学部基础医学博士
重点覆盖医疗器械方向。
联系电话：18500927896



郭双喜 博士 研究助理

清华大学生物学博士
重点覆盖创新药行业和医药外包龙头企业。
联系电话：19801116960



司清蕊 研究助理

清华大学硕士
重点覆盖医疗器械、连锁药店方向。
联系电话：19901272510



王帅 博士 研究助理

英国拉夫堡大学博士
重点覆盖医药外包服务方向。
联系电话：13548094491



时成蔚 研究助理

美国约翰斯霍普金斯大学硕士
重点覆盖政策、中药、流通方向。
联系电话：15611110623

《2021年医药行业投资策略：中国优势，核心主线》2020年12月10日

- 1、《欧印中CDMO业态比较，挖掘拐点和平台型投资机会》2021年1月12日
- 2、《药明康德：CDMO加速增长，医药CXO龙头长牛天花板打开》2021年1月1日
- 3、《健友股份：受益于特有资源产业升级的肝素龙头》2021年2月22日
- 4、《凯莱英：差异化优势加速体现的CDMO龙头》2021年3月13日
- 5、《医药CXO的冷与热——2021年Q1观点更新》2021年3月28日
- 6、《从印度路径看医药API“黄金十年”》2021年3月29日
- 7、《康龙化成：稀缺的一体化服务全球CXO龙头》2021年4月15日
- 8、《普洛药业：订单产能共振，新增长新阶段》2021年4月19日
- 9、《九洲药业：从CDMO增速和结构看发展拐点》2021年4月26日
- 10、《泰坦科技：全流程一体化科学服务商》2021年5月8日

1、上游、制造环节有望成为下一个医药投资主线

- 边际变化：上游、制造环节是过去3-4年医药板块ROE提升唯一环节；
- 超预期点：医药服务、上游环节制造升级、平台化拓展节奏超预期；
- 逻辑支撑：①下游的市场化改革加速推进；②上游技术积累、平台拓展、产业升级；③上游融资加速，加速产能、技术平台拓展。

2、药械全产业链分析讨论，发现各环节边际变化

- 化药/生物制品：制药设备升级、耗材、中间体/原料药格局优化、新冠疫苗/细胞治疗增量需求；
- 生命科研服务：新材料、生物试剂、仪器、设备、耗材、关键原料，资本化节奏加速，细分领域高增长；
- 创新药服务链：制造升级（CDMO/CMO）、国内外需求红利持续（CRO）；
- 高/低值耗材/IVD/设备：中游的产品升级、进口替代、出口占比提升是亮点。

3、投资建议

从制造优势的角度优选2021年下半年医药投资机会

- 化药/生物制品：健友股份、普洛药业、键凯科技、东富龙、楚天科技、纳微科技、诺唯赞；
- 科研服务：皓元医药、金斯瑞、阿拉丁、纳微科技、诺唯赞、莱伯泰科、义翘神州；
- 创新药服务链：药明康德、凯莱英、方达控股、泰格医药、博腾股份、康龙化成、药石科技、九洲药业；
- 耗材/设备：迈瑞医疗、南微医学、奕瑞科技、菲鹏生物、康德莱等。

4、风险提示：

产品注册失败的风险；质量风险；汇兑影响的风险；并购整合风险。

目录

CONTENTS

- 01 上游机会
- 02 化药/生物制品产业链
- 03 科研服务产业链
- 04 创新药服务产业链
- 05 耗材/设备/IVD产业链

01

上游机会

价值重估

财务比较

代表公司

1、产业定位：

药械上游是医药产业链稀缺的ROE提升细分领域，进口替代、模式拓展有望带来超预期空间。

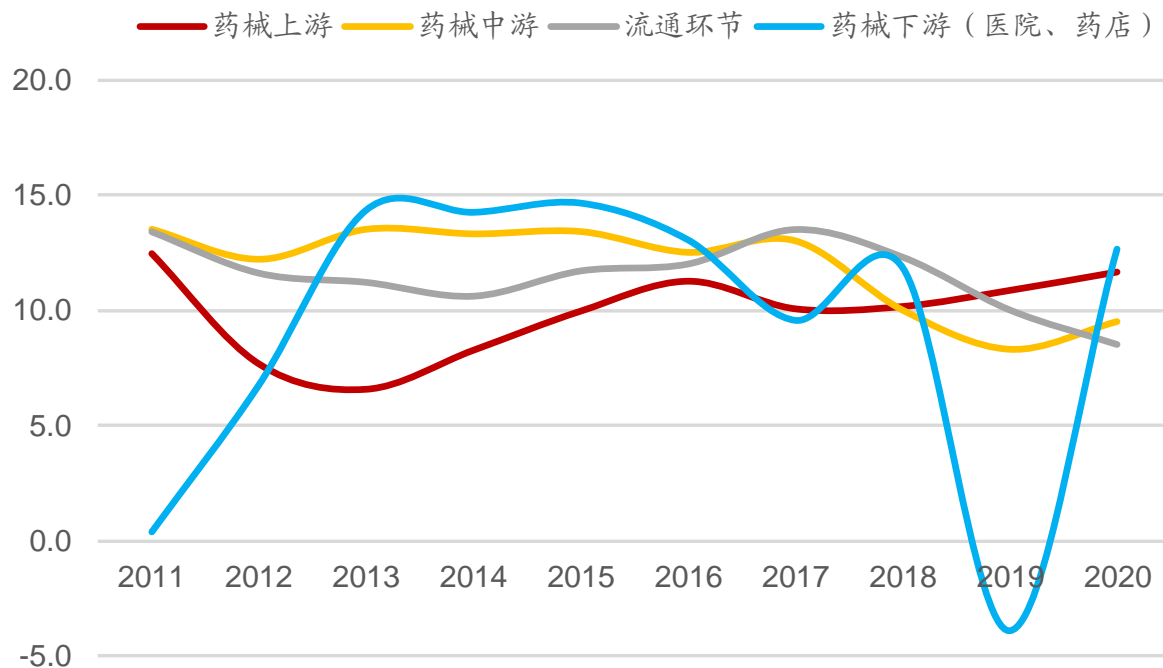
2、边际变化：

- ①下游供给侧改革初起，进入产业升级过渡期；
- ②上游技术积累，产业升级、进口替代期开启；
- ③上游具资源属性，下游扩容升级中议价优势。

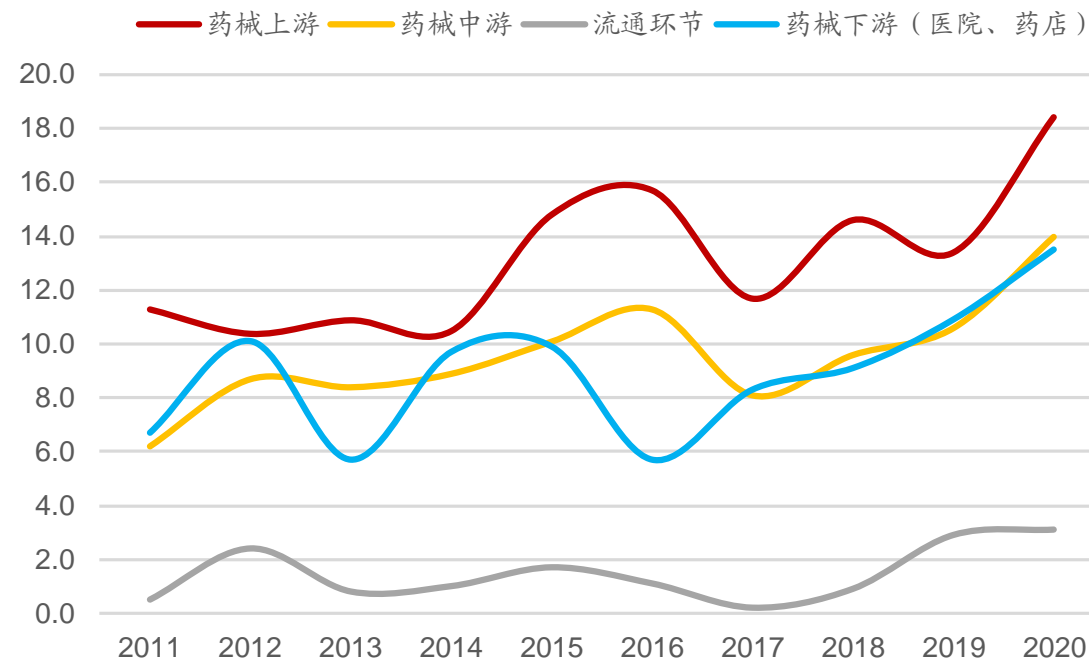
ROE：哪个环节ROE持续稳步提升？

药械上游，2017年以来，ROE稳步提升

图：2011-2020年医药上市公司ROE变化（%）



图：2011-2020年医药上市公司经营性现金流/营业收入（%）



药械上游：ROE提升的细分领域：

① 医疗保健设备与用品：中金辐照、海尔生物、万邦德、山东药玻、康德莱、拱东医疗、海泰新光；

② 生物技术：诺唯赞、菲鹏生物、万泽股份、诺泰生物、纳微科技、圣诺生物；

③ 制药：普洛药业、新华制药、亿帆医药、仙琚制药、常山药业、溢多利、山河药辅、同和药业、天宇股份、奥翔药业、圣达生物、海正药业、九洲药业、司太立、美诺华、健友股份、国邦医药、皓元医药、博瑞医药、海普瑞、博腾股份；

④ 生命科学工具与服务：昭衍新药、阳光诺和；

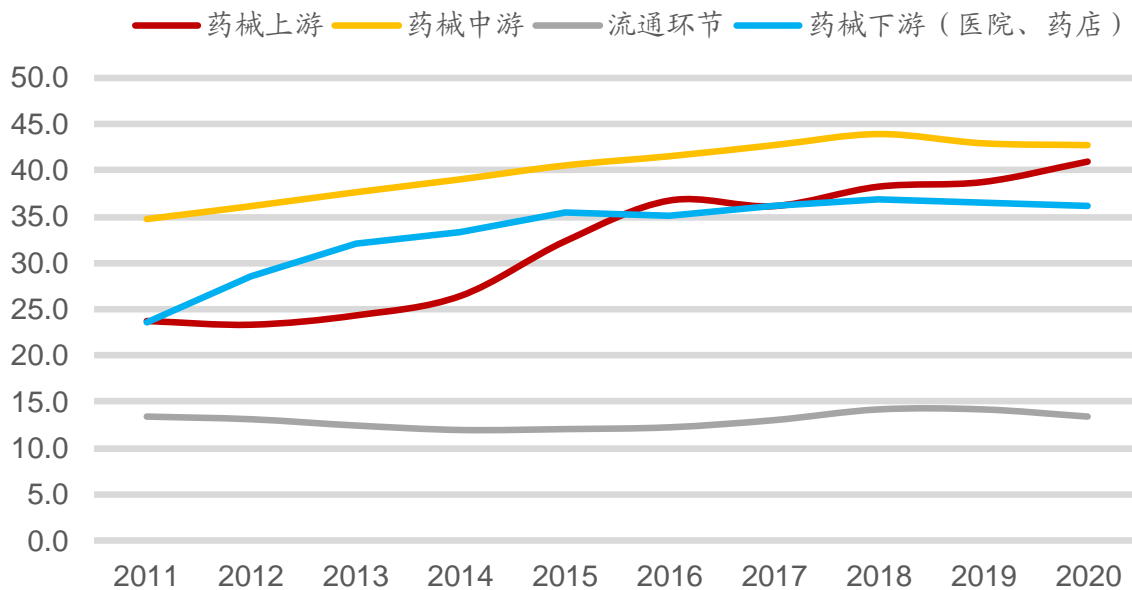
⑤ 机械：东富龙、楚天科技。

药械上游：稀缺的、盈利能力持续提升；

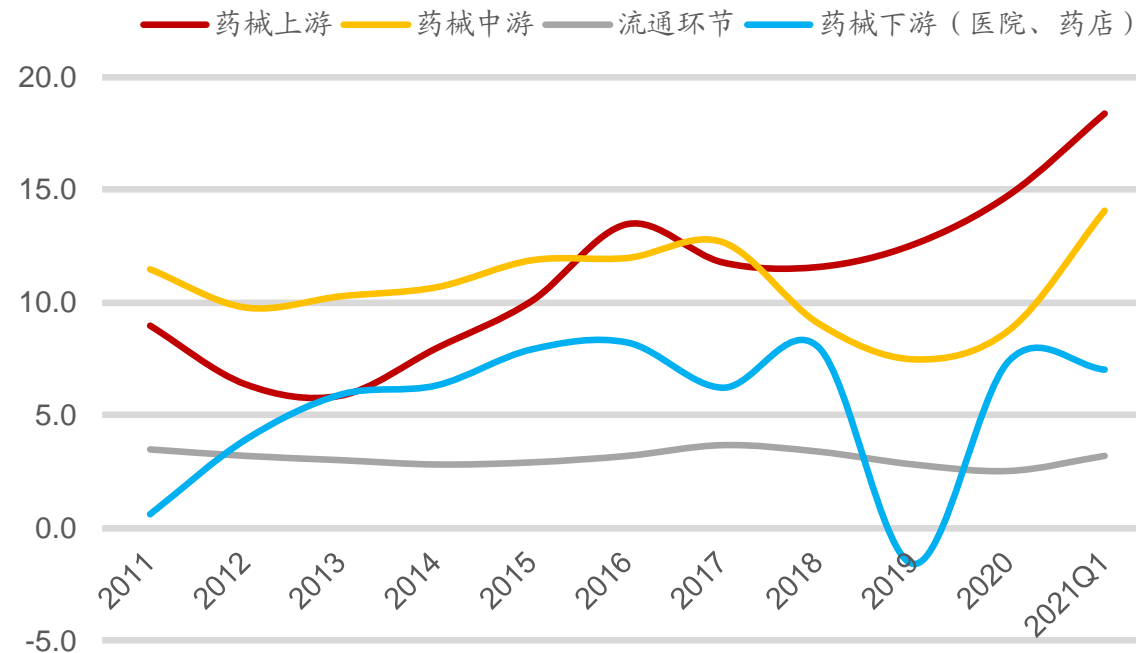
药械中游：2018年后进入盈利能力承压；

药械下游：个股盈利能力波动带来震荡。

图：2011-2021年医药上市公司产业链毛利率变化（%）



图：2011-2021年医药上市公司产业链净利率变化（%）

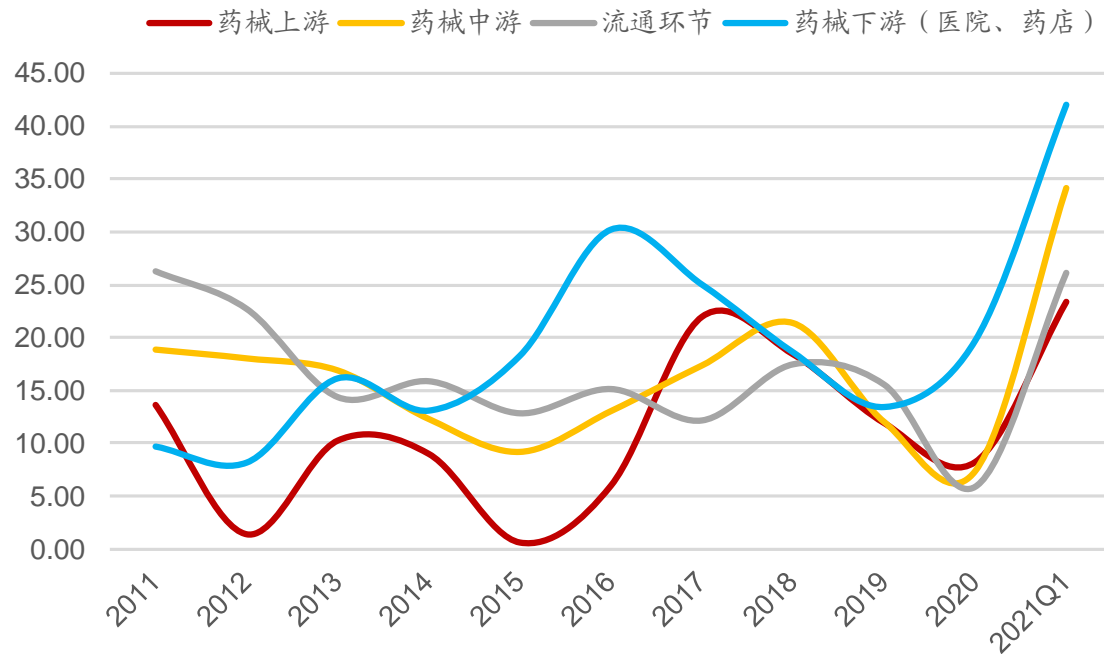


药械上游：盈利能力提升的细分领域：

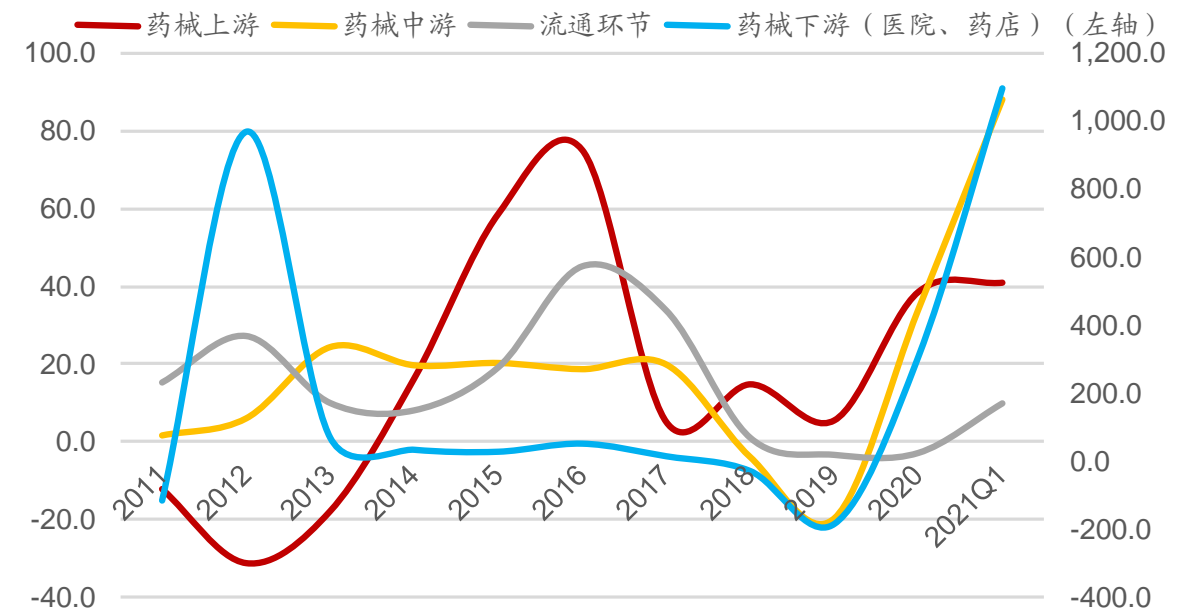
- ① 医疗保健设备与用品：中金辐照、健麾信息、海尔生物、万邦德、山东药玻、拱东医疗、海泰新光；
- ② 生物技术：诺唯赞、凯赛生物、诺泰生物、华恒生物、纳微科技、圣诺生物、百普赛斯；
- ③ 制药：普洛药业、亿帆医药、仙琚制药、溢多利、富祥药业、同和药业、天宇股份、新诺威、奥翔药业、九洲药业、司太立、美诺华、健友股份、皓元医药、博瑞医药、海普瑞、博腾股份；
- ④ 生命科学工具与服务：义翘神州、泰格医药、康龙化成、昭衍新药；
- ⑤ 机械：东富龙、森松国际；
- ⑥ 化工：洁特生物。

成长性：药械上游，成长性边际加速

图：2011-2021年医药上市公司营业收入同比增速（%）



图：2011-2021年医药上市公司扣非净利润同比增速（%）



Wind分类	典型代表公司	边际变化
医疗保健设备与用品	中金辐照、海尔生物、万邦德、山东药玻、康德莱、拱东医疗、海泰新光	<ul style="list-style-type: none"> ①后疫情阶段，需求拉动（生物安全、疫苗、生物试剂）； ②海外市场拓展增量、全球竞争力进一步提升； ③产业链升级。
生物技术	诺唯赞、菲鹏生物、万泽股份、诺泰生物、纳微科技、圣诺生物	<ul style="list-style-type: none"> ①制造升级：GMP层级产品、下游拓展； ②模式拓展：API向CMO拓展、产品+模式拓展； ③需求：打破垄断，进口替代
制药	普洛药业、新华制药、亿帆医药、仙琚制药、常山药业、溢多利、山河药辅、同和药业、天宇股份、奥翔药业、圣达生物、海正药业、九州药业、司太立、美诺华、健友股份、国邦医药、皓元医药、博瑞医药、海普瑞、博腾股份	<ul style="list-style-type: none"> ①下游：加速市场化（集采）； ②自身：纵向产业升级、盈利能力提升、空间打开 ③业态：横向品种迭代、新模式拓展（CMO、CDMO）、远期创新拓展
生命科学工具与服务	昭衍新药、阳光诺和	<ul style="list-style-type: none"> ①需求景气、一体化拓展； ②产能加速拓展； ③盈利能力持续提升。
机械	东富龙、楚天科技	<ul style="list-style-type: none"> ①需求：疫苗、细胞基因治疗； ②供给：制造升级。

02

化药/生物制 品产业链

制药设备景气提升

**需求驱动：疫苗/细胞治疗
/血制品**

盈利能力提升已现

1、观点：

仿制药下游市场进程中，上游最受益，盈利能力和业绩增长持续性有望超预期；

2、分歧：

仿制药产业链估值都会受压制，忽略了国内仿制药产业链上下游的非直接相关性。

3、关注领域：

制药设备、原料/科研耗材、中间体/原料药

4、标的：

健友股份、普洛药业、键凯科技、东富龙、楚天科技、纳微科技、诺唯赞等。

5、风险：

产品注册失败风险；质量风险；



制药装备

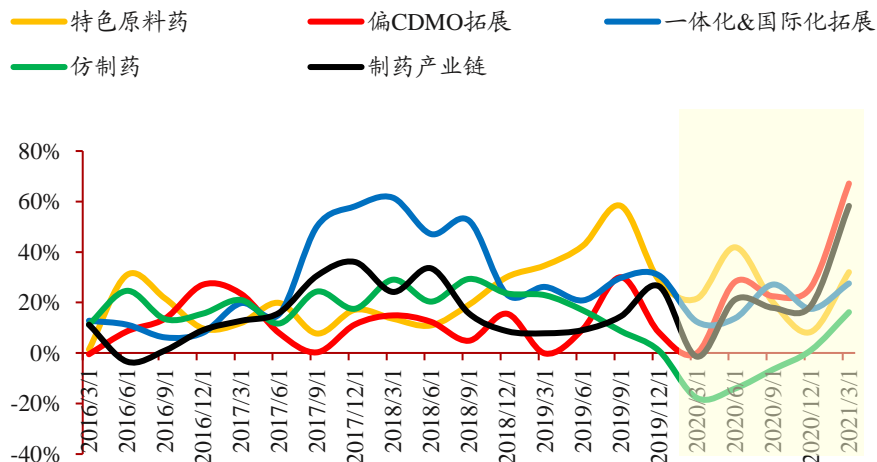


辅料及包材

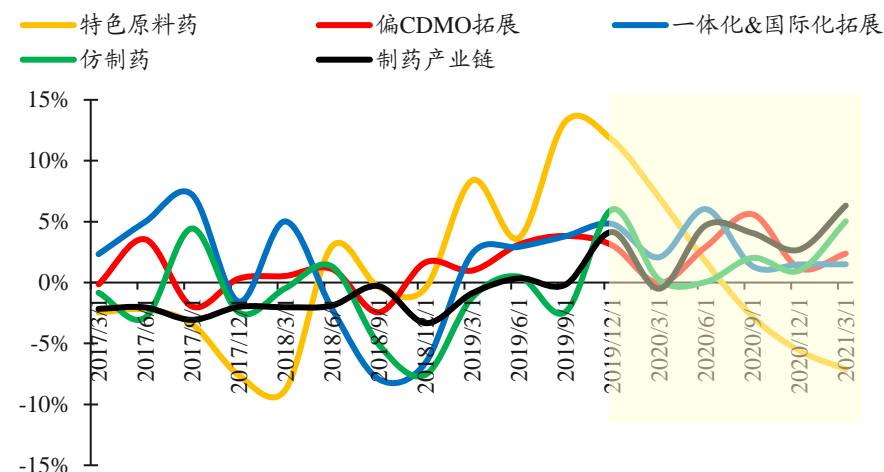


- 从资本开支、净利润率&ROE变化趋势看，产业链中制药设备率先产品升级、景气提升，可能是API、仿制药和CDMO板块制造升级的先导。

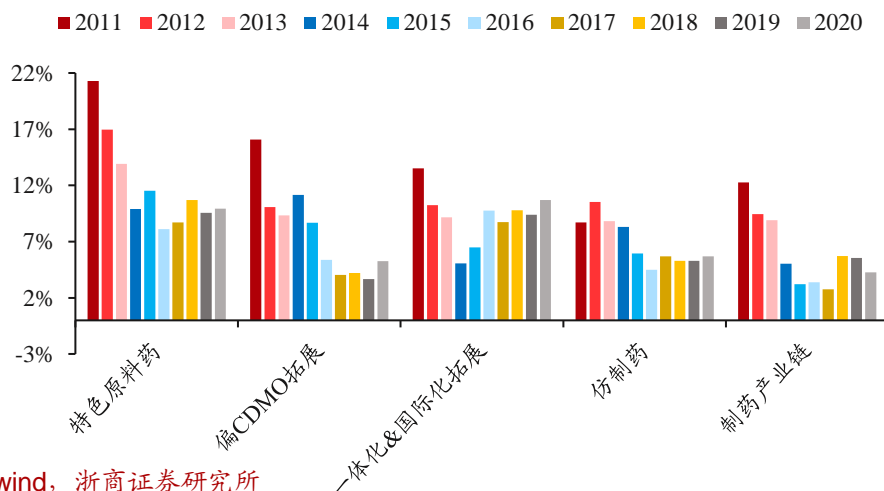
各板块平均季度收入增速



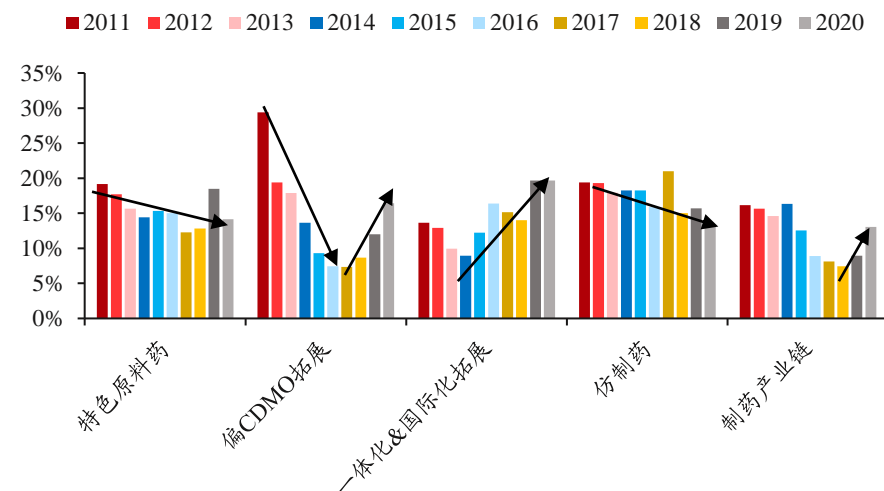
各板块平均季度净利润率同比变化

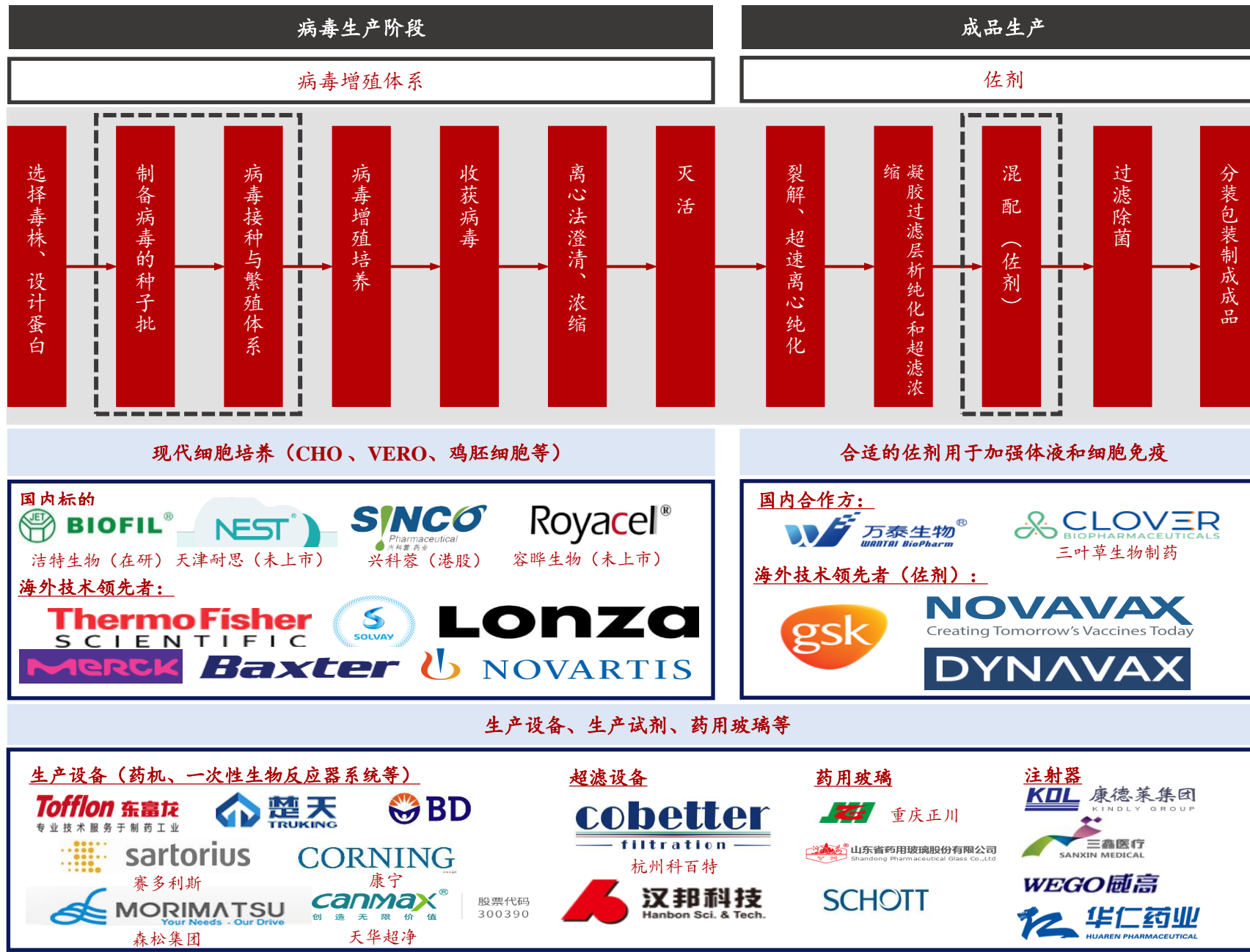


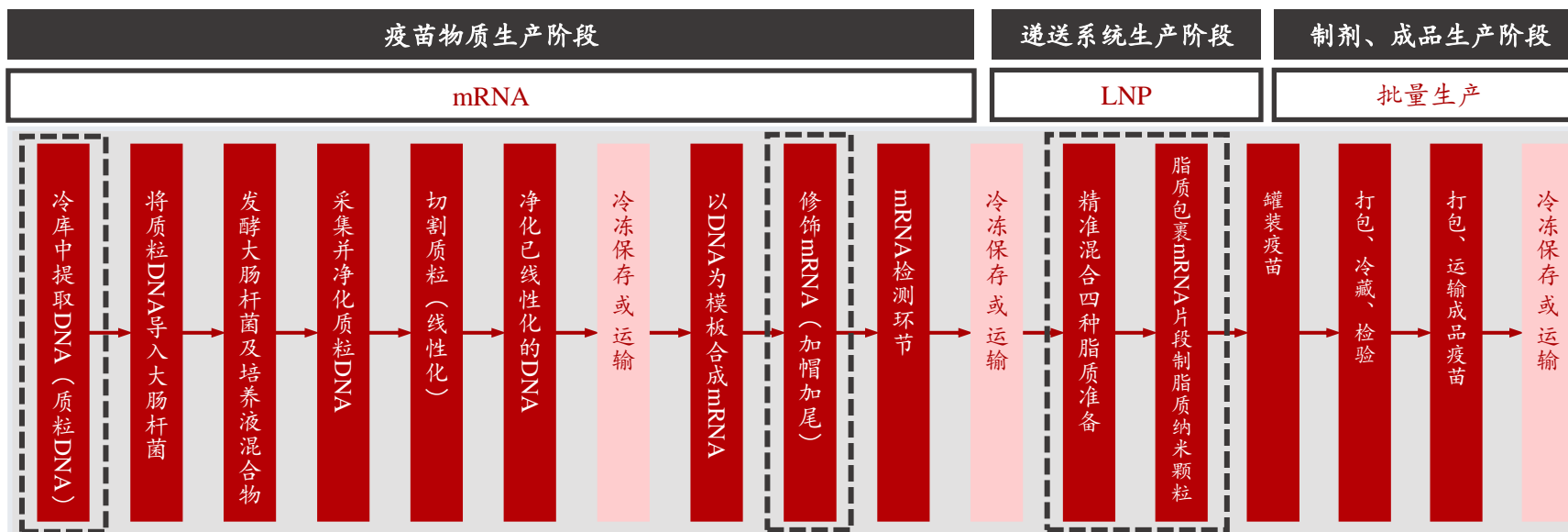
资本开支/总资产



各板块平均季度净利润率同比变化







质粒DNA (pDNA)、RNA聚合酶、限制性内切酶、mRNA修饰相关材料

PEG2000-DMG、ALC-0315、ALC-0159、DSPC、胆固醇等

辅料 (氯化钾、磷酸二氢钾、氯化钠、蔗糖); 注射器、西林瓶等

生产设备 (药机、无菌过滤器、一次性生物反应器系统)、冷冻柜、冷链运输等

浆站采集

单采血浆站对每批血浆进行检验和登记。检验合格的原料血浆送入冷库存储。原料血浆在提货使用前再次对每批血浆进行质量评价。

分离纯化等处理工艺

血浆蛋白的粗制与精制主要采用经典的低温乙醇沉淀分离法加压滤法、吸附法、层析法、超滤法。目前被国内血液制品企业广泛使用的灭活方法有巴氏消毒法、S/D灭活法、低pH值释放法、辛酸灭活法、干热处理、膜过滤等。目前较为常用病毒去除的方法是膜过滤法和层析法。

分装入库

主要包括成品检定和包装入库两个阶段。之后经过批签发合格审批即可对外销售。

血浆采集

单采血浆机、一次性使用血浆分离器



层析法

层析系统及层析柱



主要试剂:

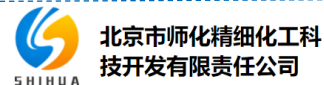
药用辅料级辛酸钠、溶解液(药用级枸橼酸钠、药用级氯化钠等)

过滤、超滤:

过滤器、超滤系统



低温乙醇沉淀酒精



玻璃瓶

中性硼硅药用玻璃瓶



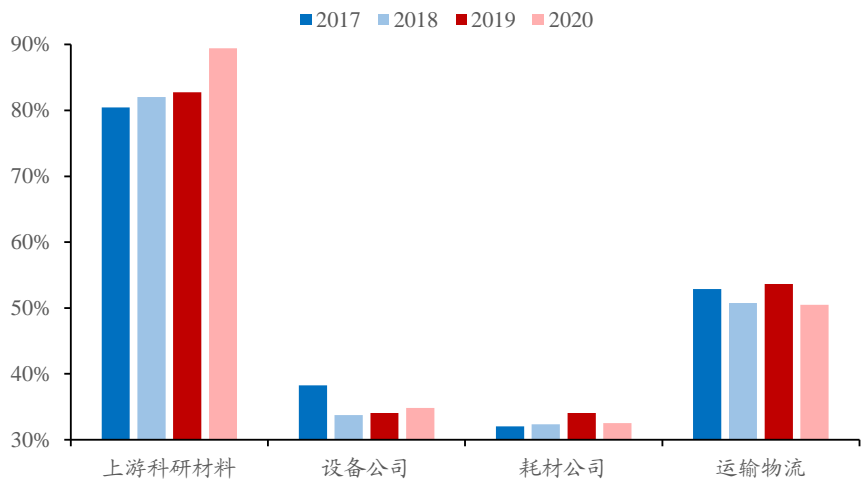
注射器

一次性无菌注射器

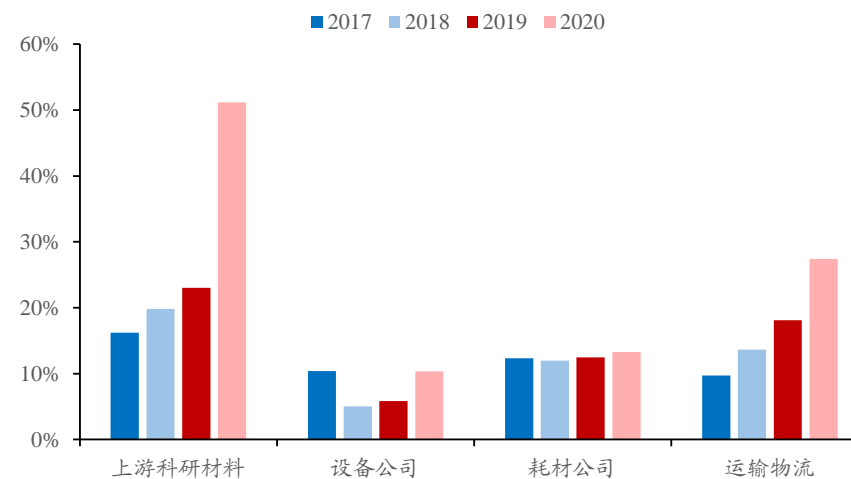


- 从盈利改善趋势、产业链竞争力角度看，选择顺序：上游科研材料 > 制药设备 > 物流 > 耗材。
- 从技术代差、下游需求、商业模式的角度看，建议关注纳微科技、键凯科技、诺唯赞、东富龙及楚天科技。

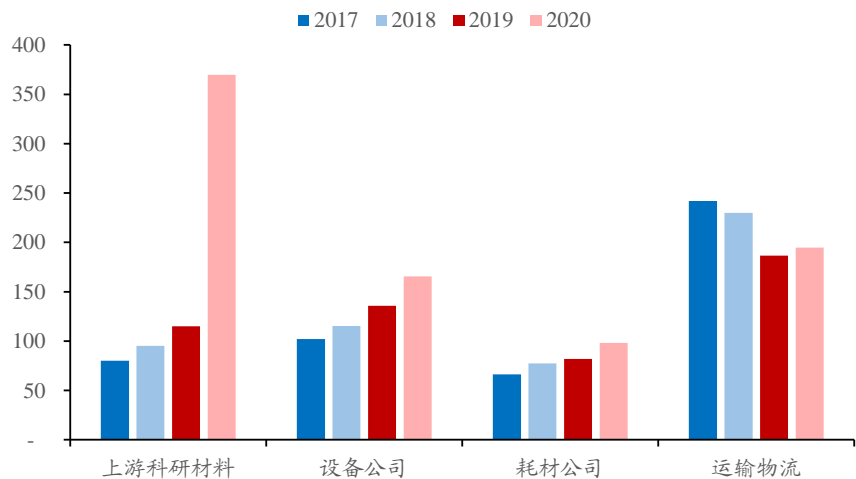
中上游几个板块毛利率变化



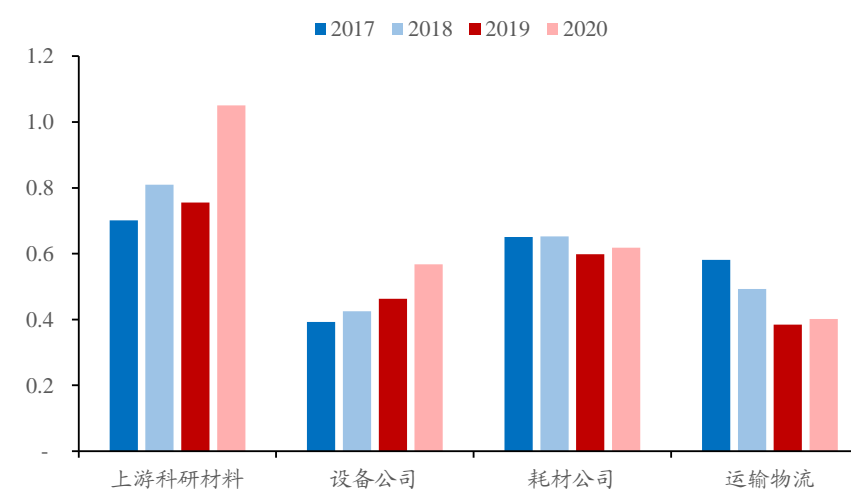
中上游几个板块净利率变化



中上游板块人均创收变化



中上游板块资产周转率变化



03

科研服务 产业链

1、观点:

下游研发投入力度加大、产业升级创造新需求，上游技术升级带来进口替代节奏有望超预期；

2、分歧:

上游市场细分领域空间不大，低估了产业横向迭代及纵向拓展带来的成长性和盈利能力提升空间。

3、关注领域:

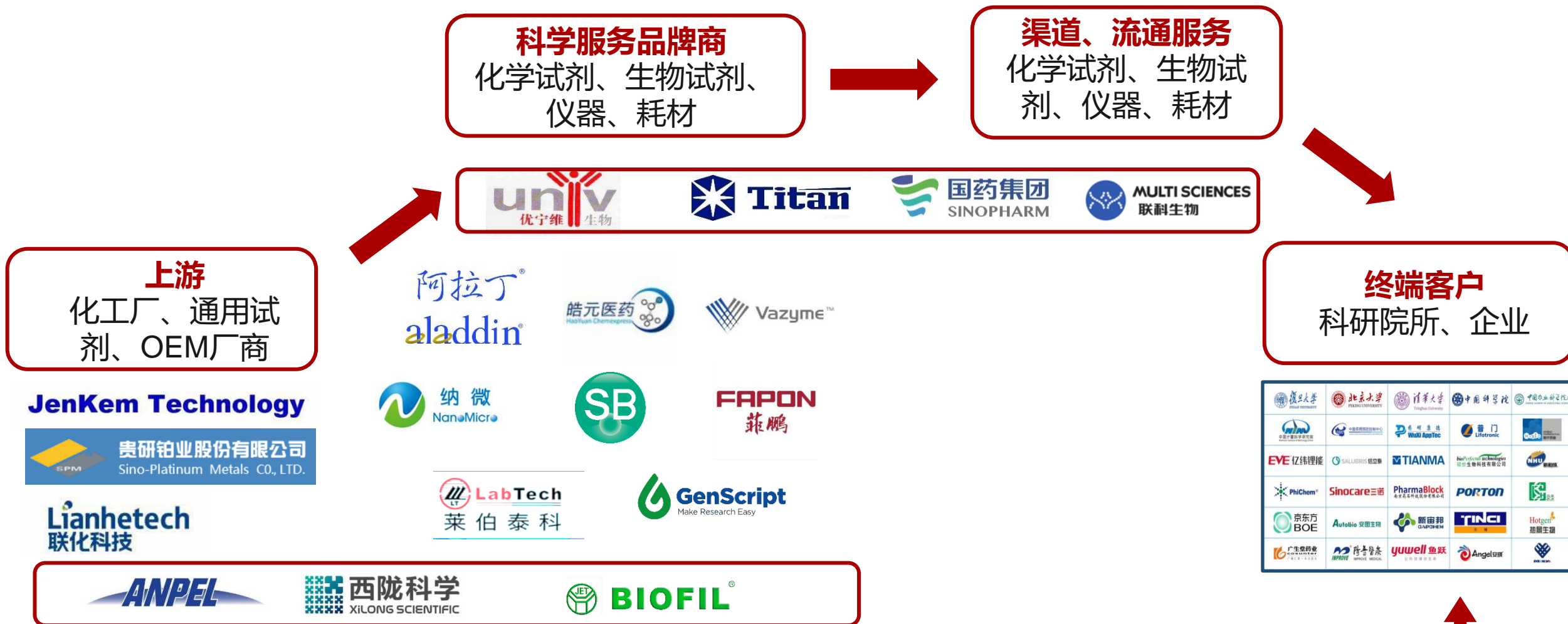
新材料、生物试剂、仪器、设备、耗材、关键原料

4、标的:

皓元医药、金斯瑞、阿拉丁、纳微科技、诺唯赞、莱伯泰科、义翘神州等。

5、风险:

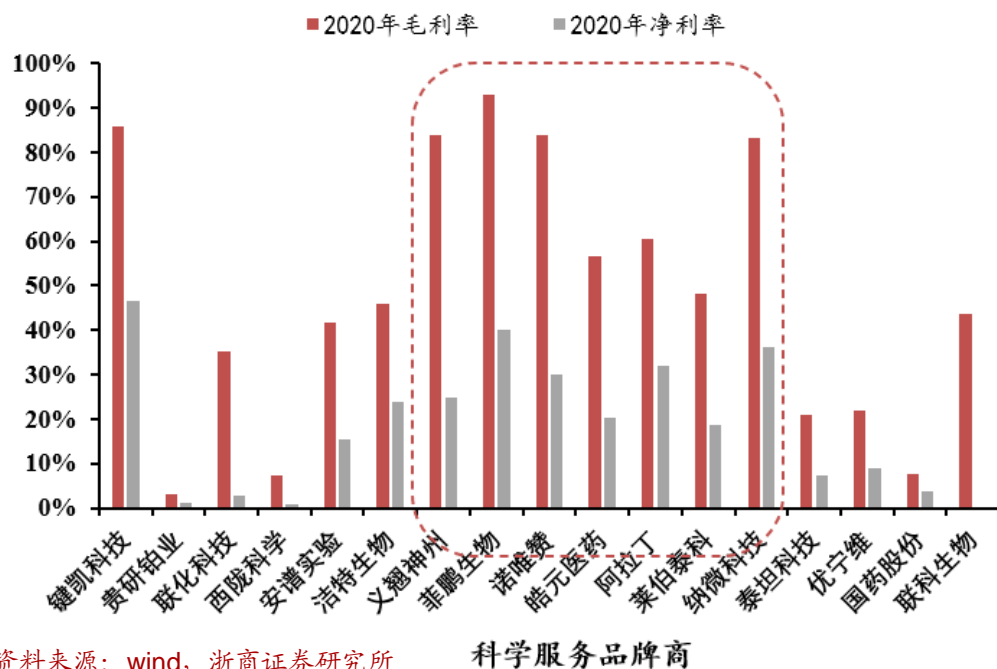
产品注册失败风险；质量风险；



从盈利能力、成长性、ROE角度看上游利基领域产品型公司，如阿拉丁、纳微科技、皓元医药、诺唯赞、义翘神州等。

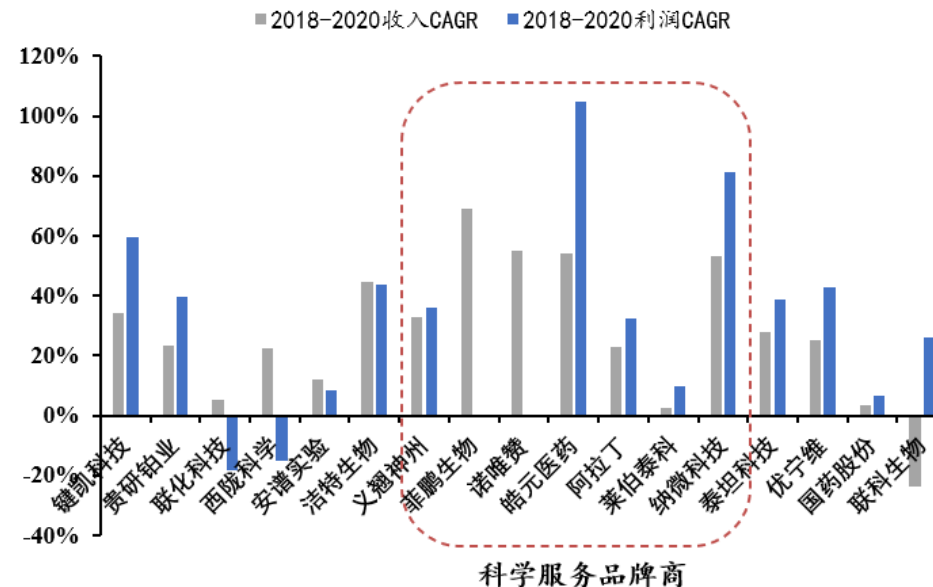
我们认为，随着其品牌力的逐渐成熟及领域、规模的逐渐扩大，未来有望全面打开进口替代缺口，助力科研院所、医药、新材料等众多企业的蓬勃发展。

图：科学服务产业链盈利能力

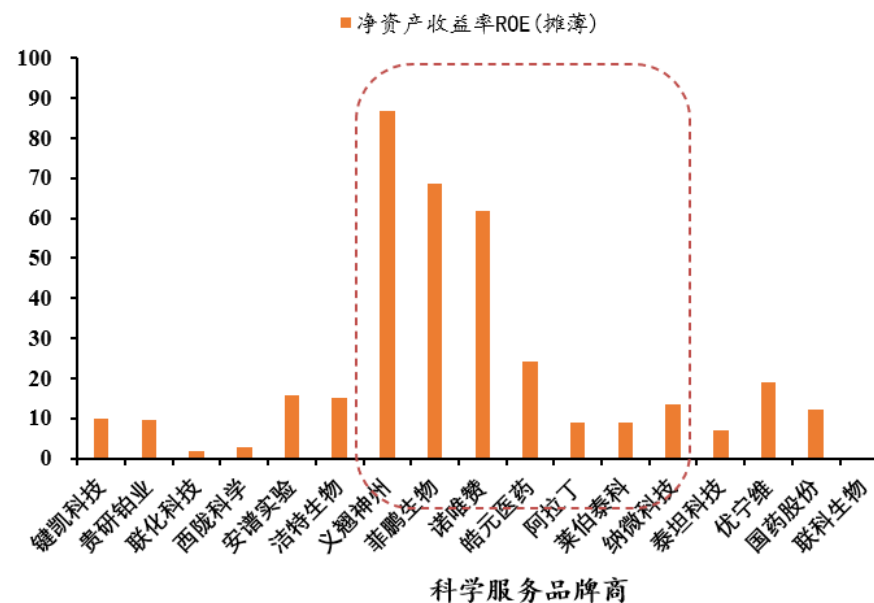


资料来源：wind，浙商证券研究所

图：科学服务产业链成长性

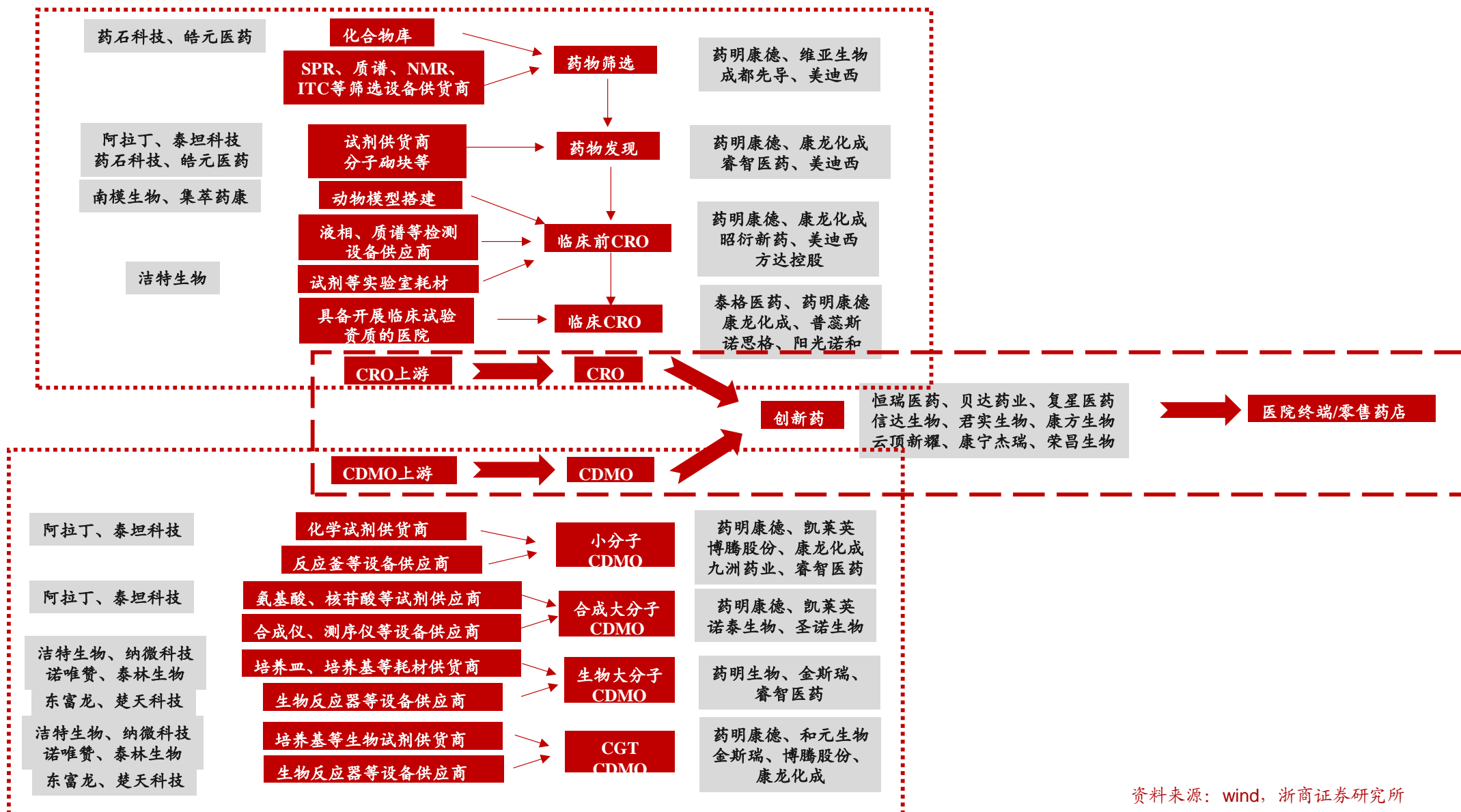


图：科学服务产业链ROE



04

创新药服务 产业链

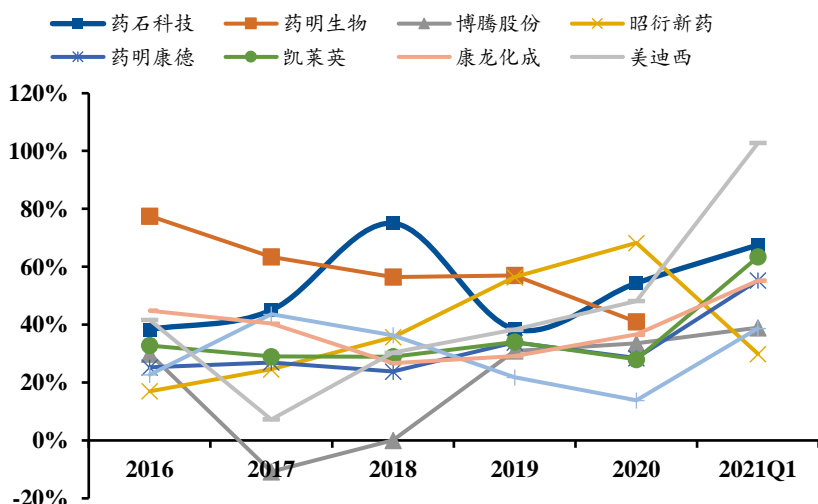


成长性：收入端和利润端均有加速

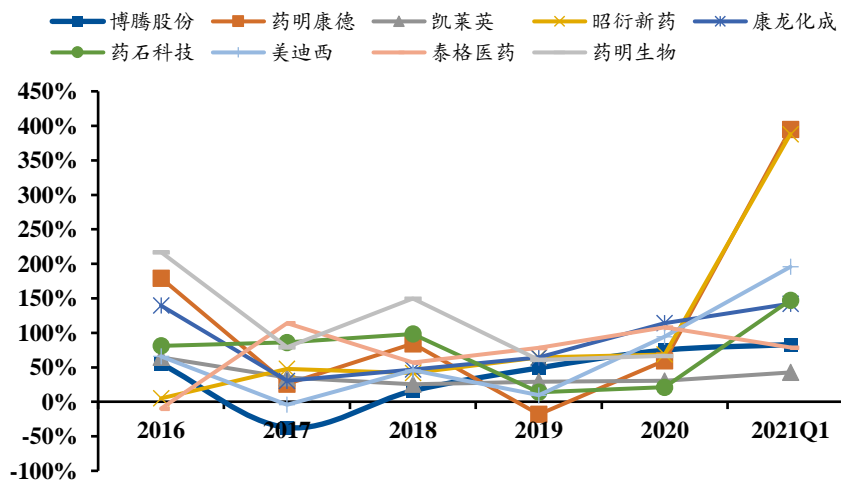
2017-2020年收入端同比持续加速，显示本土CXO话语权持续提升。重点公司收入平均同比增速从2017年的29.96%逐步提升至2020年的39.15%，2021Q1收入同比增速达到56.50%。即使2020年受到全球疫情影响，尤其是海外疫情持续影响下，但是本土CXO企业整体收入平均增速仍然维持加速增长，显示出本土CXO企业在产业链中话语权持续提升。

2017-2021Q1利润端同比增速波动较大，2020-2021Q1仍有提速。归母净利润平均同比增速由2019年的39.10%提升至2020年的70.86%。扣非后归母净利润平均同比增速由2019年的48.55%提升至2020年的52.63%，2021Q1更是提升至148.25%。其中投资收益、公允价值变动收益和融资因素等影响较大。

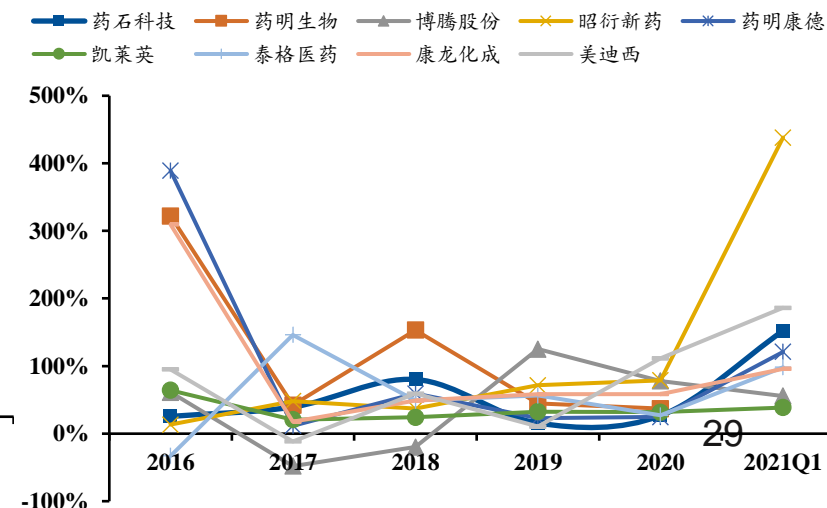
图：2016-2021Q1 CXO公司收入同比增速



图：2016-2021Q1 CXO公司归母净利润同比增速



图：2016-2021Q1 CXO公司扣非后归母净利润同比增速



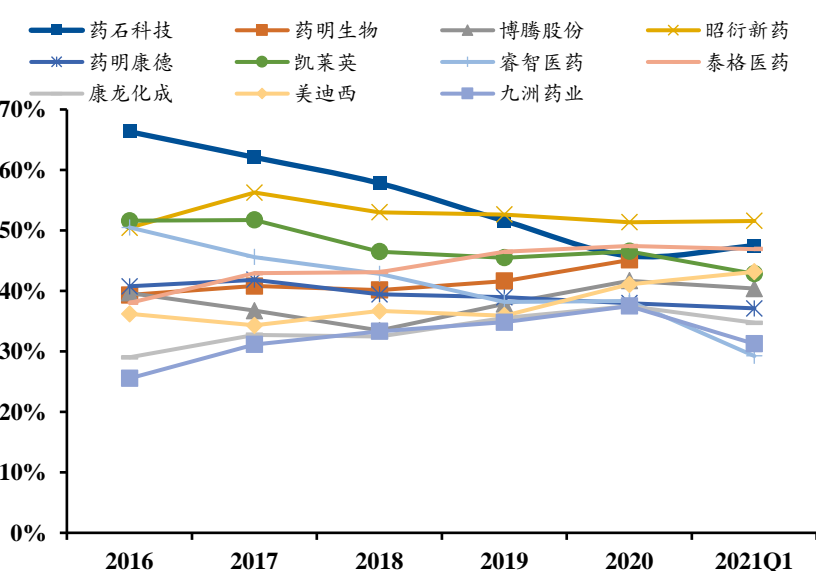
盈利能力提升：毛利率和净利率均有提升

毛利率：2020年CXO平均毛利率水平提升至42.76%（同比提升1.02pct），其中美迪西、博腾股份、药明生物、九洲药业、康龙化成毛利率提升明显。

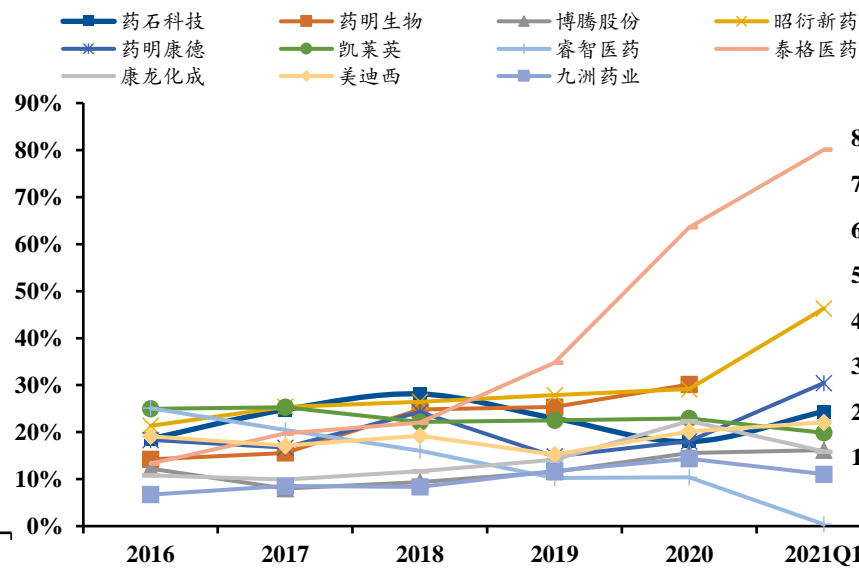
净利率：2020年CXO平均净利率水平提升4.85pct，预计主要跟泰格医药和康龙化成投资收益及公允价值收益较大有关。

ROE：未来仍有提升空间。2020年重点CXO公司平均ROE为14.15%，同比上升0.22pct，我们预计与CXO处于固定资产周转率提升窗口有关。博腾股份、九洲药业、昭衍新药、康龙化成等公司资产周转率有提升，进而带来净利率提升。

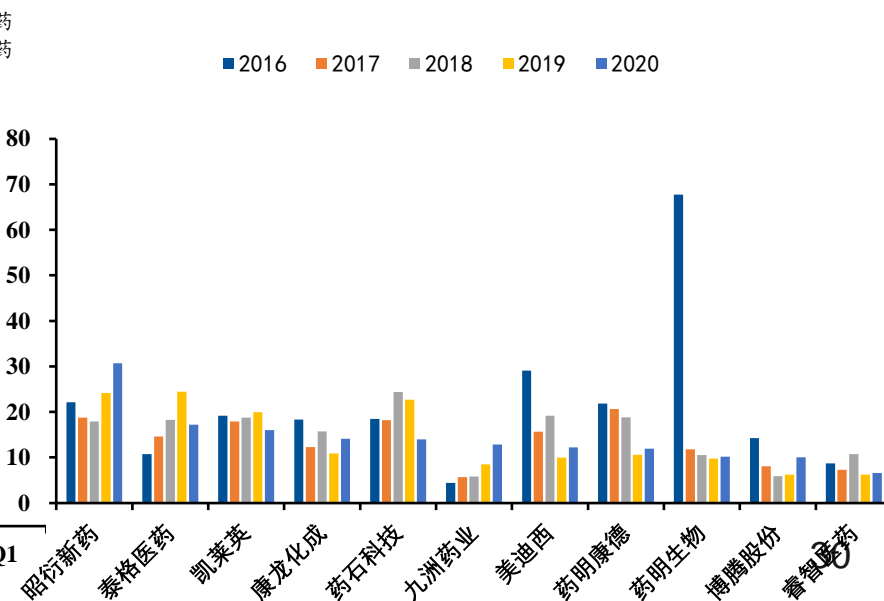
图：2016-2021Q1 CXO公司毛利率变化



图：2016-2021Q1 CXO公司净利率变化



图：2016-2020年CXO ROE变化

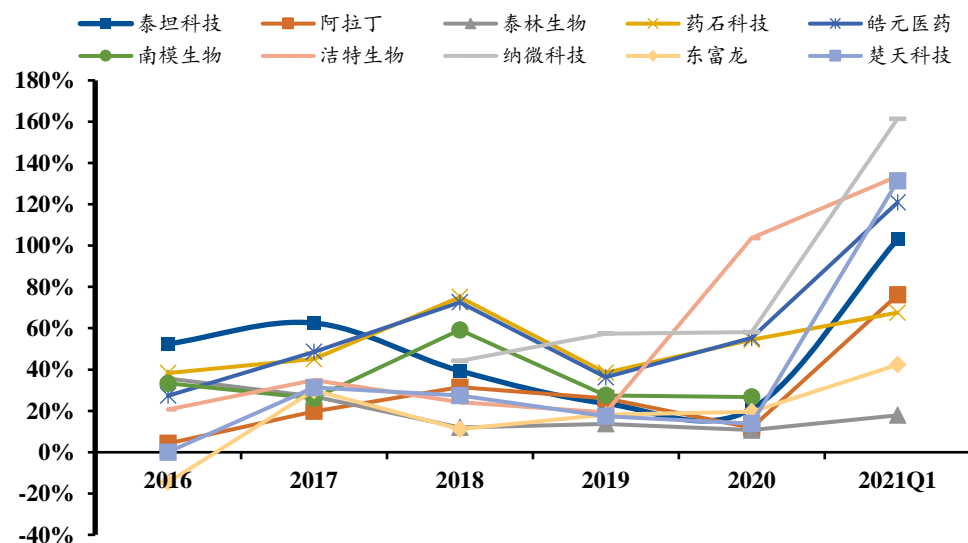


CXO上游：不同细分差异大，关注议价能力强赛道

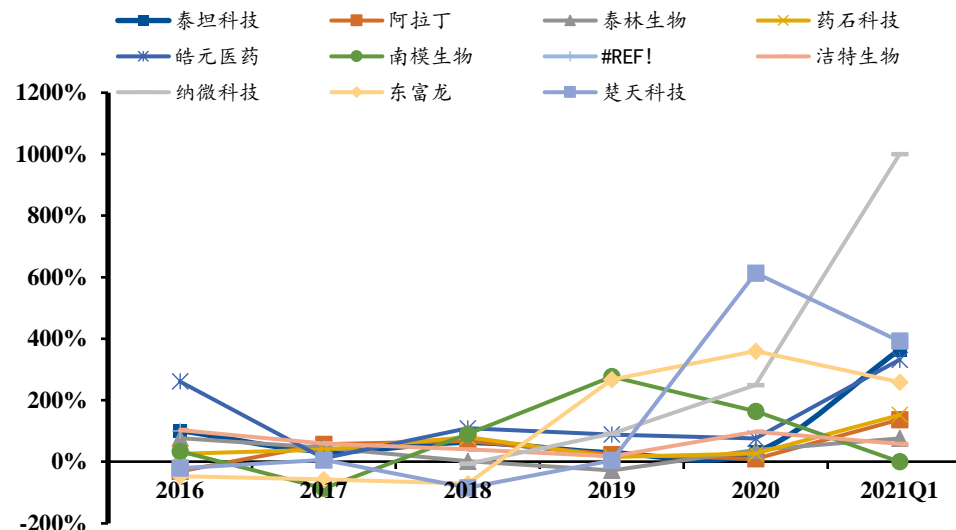
收入端：同比增速波动向上，疫情短暂影响。重点公司收入平均同比增速从2016年的21.94%逐步提升至2020年的37.50%，2021Q1收入同比增速达到94.89%（主要是2020Q1疫情影响下低基数影响）。预计伴随着更多下游需求爆发，后续收入端仍有提速可能。

利润端：同比增速加速趋势明显。2017年扣非后归母净利润同比增速为12.05%，但是2020年达到166.59%（我们预计主要是基数因素导致这种爆发式增长）。我们预计伴随着细分领域进口替代持续提升，本土CXO上游细分龙头净利润同比增速仍有望保持高于行业平均增速水平。

图：2016-2021Q1 CXO上游公司收入同比增速



图：2016-2021Q1 CXO上游公司扣非后归母净利润同比增速

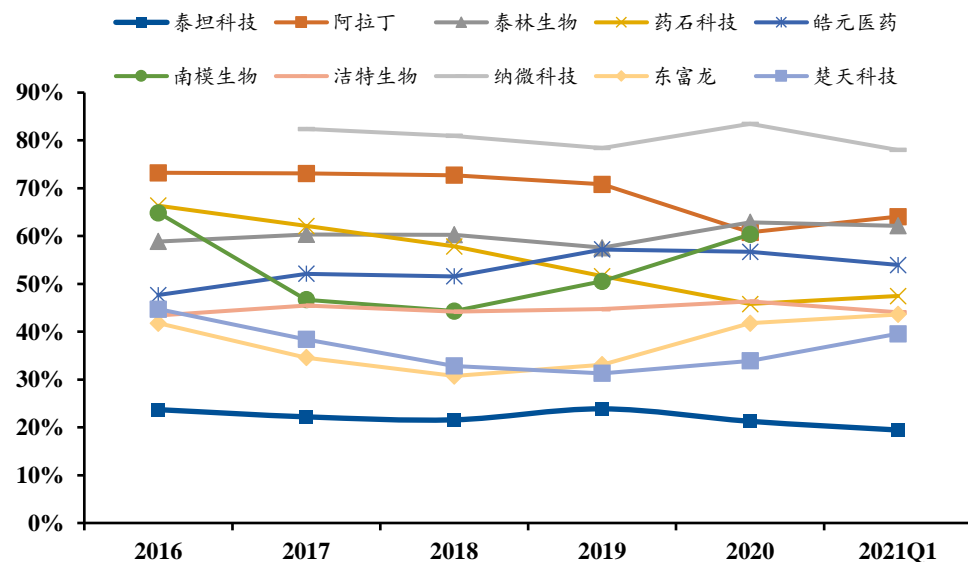


CXO上游：不同细分差异大，关注议价能力强赛道

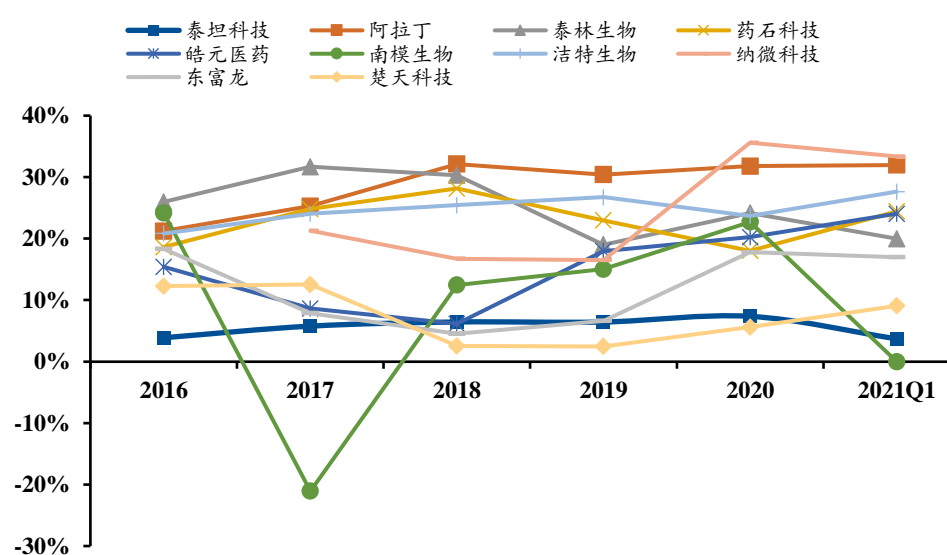
毛利率：2018-2020年平均毛利率水平略有提升。不同细分领域毛利率水平差别明显，比如代销为主的泰坦科技毛利率水平在21%-24%，但是专注壁垒较高微球研发的纳微科技毛利率水平高达78%-83%，建议关注细分领域竞争优势。

净利率：平均净利率水平由2017年的14.08%持续提升至2020年的20.69%，显示出CXO上游企业议价能力也在持续提升。细分领域净利率也有明显差距，我们预计主要是因为细分赛道中壁垒较高自主创新能力更强的公司议价能力也会更强，建议重点关注阿拉丁、纳微科技等。

图：2016-2021Q1 CXO上游公司毛利率变化



图：2016-2021Q1 CXO上游公司净利率变化



重点推荐CXO细分龙头以及上游议价能力强龙头

- 基于2020年和2021Q1业绩情况以及CXO各大业务板块财务数据分析，我们认为CXO板块仍然是2021年业绩确定性最高的板块并持续重点推荐。部分龙头企业仍有超预期可能性，超预期来源可能有订单高景气、新产能释放等因素。
- 我们重点推荐：
 - **CDMO行业龙头**：药明康德、凯莱英、康龙化成、博腾股份、药石科技、九洲药业等；
 - **临床CRO龙头**：泰格医药；
 - **临床前CRO龙头**：昭衍新药、美迪西等CXO细分领域龙头企业。
 - **科学服务赛道龙头**：阿拉丁、泰坦科技
- **重点关注**：纳微科技、南模生物、集萃药康、浩特生物、东富龙等细分龙头在下游需求保持高速增长，进口替代趋势更突出行业背景下的投资机会。

05

耗材/设备产
业链

上游-供应商

材料供应商：金属材料&高分子材料



设备供应商：激光切割机、激光雕刻机、激光打标机、3D打印机、气密性检测仪等等



*上游材料与设备进口占比较高

中游-生产商

高值耗材生产商



*技术壁垒较高，毛利较高，如威高骨科、先健等毛利率均高于80%

下游-终端&经销商

终端：医院&专科医院&透析中心等



代理商&分销商



上游

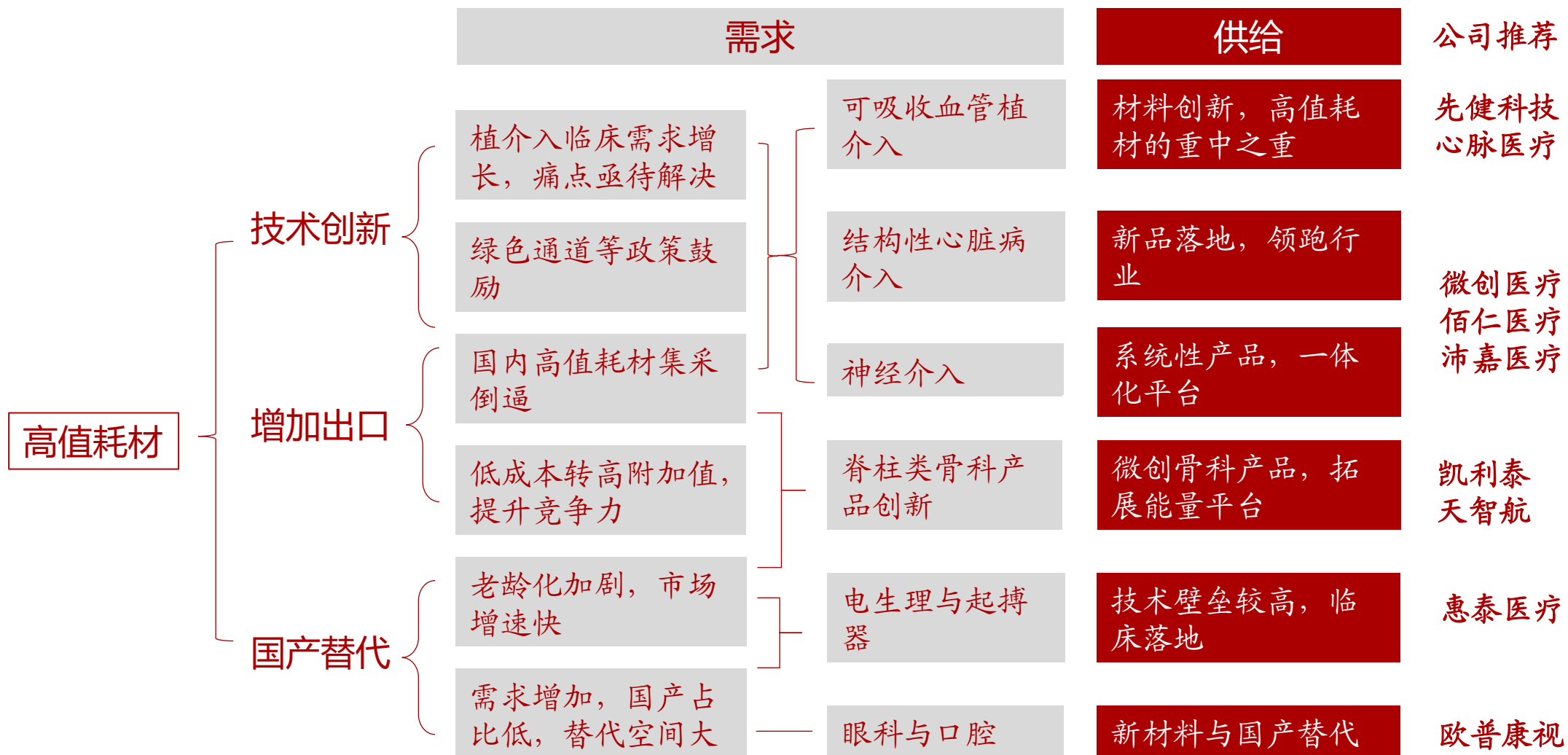
证券代码	证券简称	上市日期	主营产品	ROE	ROE	ROE	营业总收入	营业总收入	营业总收入
				2018 [%]	2019 [%]	2020 [%]	2018 [亿元]	2019 [亿元]	2020 [亿元]
600456.SH	宝钛股份	2002-04-12	金属材料	4.05	6.59	9.36	34.10	41.88	43.38
600110.SH	诺德股份	1997-10-07	金属材料	4.63	-5.87	0.20	23.21	21.50	21.55
688122.SH	西部超导	2019-07-22	金属材料	7.04	7.04	13.79	10.88	14.46	21.13
002149.SZ	西部材料	2007-08-10	金属材料	3.38	3.42	3.63	17.20	20.06	20.29
688363.SH	华熙生物	2019-11-06	生物材料	25.27	18.69	13.50	12.63	18.86	26.33
300238.SZ	冠昊生物	2011-07-06	生物材料	3.94	-49.89	6.46	4.58	4.38	4.37
300653.SZ	正海生物	2017-05-16	生物材料	16.96	19.22	19.16	2.16	2.80	2.93
002008.SZ	大族激光	2004-06-25	激光设备	22.45	7.49	10.54	110.29	95.63	119.42

* 华熙生物营收约30%来源于医用材料销售，主要为透明质酸；冠昊约30%来自动物源性生物材料——脑膜销售

中游

证券代码	证券简称	上市日期	主营产品	ROE	ROE	ROE	营业总收入	营业总收入	营业总收入
				2018 [%]	2019 [%]	2020 [%]	2018 [亿元]	2019 [亿元]	2020 [亿元]
1066.HK	威高股份	2004-02-27	血液净化	10.58	12.02	12.04	88.65	104.26	113.79
300003.SZ	乐普医疗	2009-10-30	血管介入	19.06	24.92	20.76	63.56	77.96	80.39
300529.SZ	健帆生物	2016-08-02	血液净化	26.02	29.72	35.37	10.17	14.32	19.51
688161.SH	威高骨科	2021-06-30	骨科植入	20.68	24.53	25.82	12.11	15.74	18.24
002901.SZ	大博医疗	2017-09-22	骨科植入	27.85	29.45	31.66	7.72	12.57	15.87
300246.SZ	宝莱特	2011-07-19	血液净化	12.02	11.66	47.24	8.13	8.26	13.96
688029.SH	南微医学	2019-07-22	非血管介入	37.95	19.88	10.25	9.22	13.07	13.26
300326.SZ	凯利泰	2012-06-13	骨科植入	20.44	11.52	-4.69	9.31	12.22	10.62
1789.HK	爱康医疗	2017-12-20	骨科植入	19.20	27.28	19.88	6.01	9.28	10.36
1858.HK	春立医疗	2015-03-11	骨科植入	18.11	33.00	30.05	4.92	8.50	9.28
300595.SZ	欧普康视	2017-01-17	眼科	23.65	26.07	28.12	4.58	6.47	8.71
1302.HK	先健科技	2011-11-10	血管介入	10.56	10.80	12.38	5.93	7.21	6.84
0853.HK	微创医疗	2010-09-24	血管介入	5.66	9.62	-23.22	6.70	7.93	6.49
9997.HK	康基医疗	2020-06-29	其他	55.27	64.82	15.34	3.54	5.04	5.12
688617.SH	惠泰医疗	2021-01-07	电生理与起搏器	8.89	26.66	27.35	2.42	4.04	4.79
688016.SH	心脉医疗	2019-07-22	血管介入	44.86	22.11	18.66	2.31	3.34	4.70
300314.SZ	戴维医疗	2012-05-08	其他	3.67	7.65	15.28	3.00	3.56	4.60

* 威高股份的收入包括部分低值耗材与医疗器械；乐普医疗营收包括将近50%的药品收入和部分医疗器械收入





上游-供应商

材料&化学品供应商：纺织、金属、塑料、高分子材料、纸张，精细化工等



*集中度较低，多为未上市小型企业

中游-生产商

低值耗材生产商



*市场分散，90%左右为中小企业

下游-终端&经销商

终端：医院&药店&超市&电商平台等



海外经销商



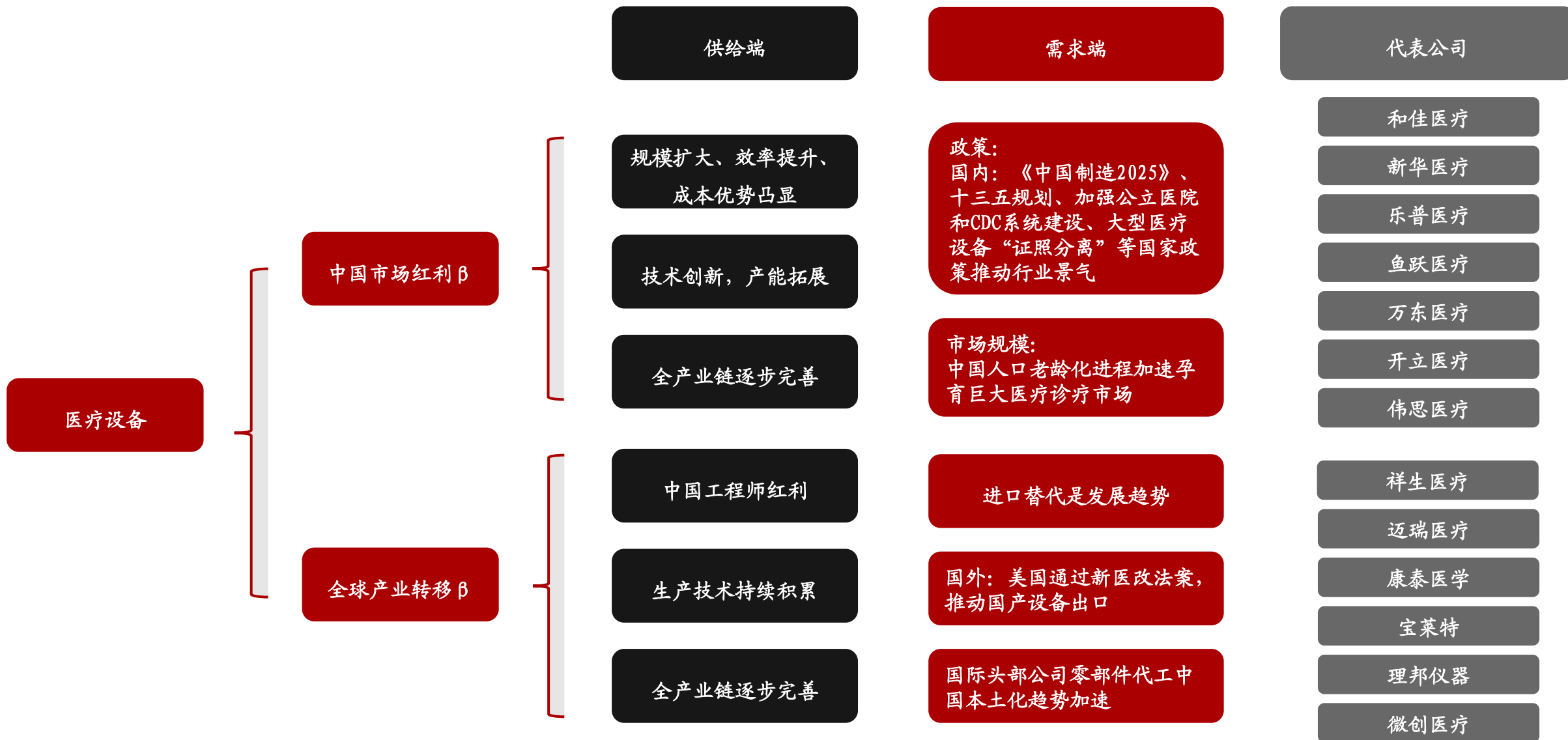
上游

证券代码	证券简称	上市日期	ROE	ROE	ROE	营业总收入	营业总收入	营业总收入
			2018 [%]	2019 [%]	2020 [%]	2018 [亿元]	2019 [亿元]	2020 [亿元]
601857.SH	中国石油	2007-11-05	22.45	7.49	10.54	110.29	95.63	119.42
002950.SZ	奥美医疗	2019-03-11	18.98	19.37	46.65	20.28	23.52	38.34
834261.NQ	一诺威	2015-11-12	4.63	-5.87	0.20	23.21	21.50	21.55
600028.SH	中国石化	2001-08-08	7.04	7.04	13.79	10.88	14.46	21.13

中游

证券代码	证券简称	上市日期	主营产品	ROE	ROE	ROE	营业总收入	营业总收入	营业总收入
				2018 [%]	2019 [%]	2020 [%]	2018 [亿元]	2019 [亿元]	2020 [亿元]
300677.SZ	英科医疗	2017-07-21	医用高分子材料类&消毒类	15.18	12.97	129.51	18.93	20.83	138.37
300888.SZ	稳健医疗	2020-09-17	医用卫生材料与敷料	18.34	18.78	55.98	38.39	45.75	125.34
603301.SH	振德医疗	2018-04-12	医用高分子材料类&消毒类	15.47	12.64	92.01	14.29	18.68	103.99
600587.SH	新华医疗	2002-09-27	医用卫生材料类&消毒类	0.69	23.02	5.47	102.84	87.67	91.51
002382.SZ	蓝帆医疗	2010-04-02	医用高分子材料类	7.52	6.04	19.27	26.53	34.76	78.69
300981.SZ	中红医疗	2021-04-27	医用高分子材料类	16.20	21.11	176.19	9.68	11.71	47.78
002950.SZ	奥美医疗	2019-03-11	医用卫生材料与敷料	18.98	19.37	46.65	20.28	23.52	38.34
603987.SH	康德莱	2016-11-21	注射穿刺类&高分子材料类	11.30	11.42	12.05	14.50	18.17	26.45
603309.SH	维力医疗	2015-02-27	麻醉耗材类	7.19	12.39	14.12	7.46	9.94	11.31
603880.SH	南卫股份	2017-08-07	医用卫生材料与敷料	7.21	5.01	15.55	4.80	4.92	10.72
300453.SZ	三鑫医疗	2015-05-15	注射穿刺类	6.94	9.67	15.90	5.31	7.22	9.40
605369.SH	拱东医疗	2020-09-16	医用卫生材料与敷料	28.60	30.43	28.00	4.83	5.53	8.30
835637.NQ	林华医疗	2016-04-08	注射穿刺类&卫生材料类	22.82	23.44	19.24	6.88	7.92	6.99





产业链上游
原材料、零部件、加工

电子元器件

生物化学技术

零部件供应

软件系统支持

第三方服务

机械制造

医用原材料

重点代表公司

美的连

奕瑞科技

康众医疗

尤迈医疗

产业链中游
医疗设备研发、制造

影像设备

CT

X线

MRI

超声

诊断类设备

POCT

基因测序仪

分子诊断仪

化学发光分析仪

治疗类设备

医用激光

手术机器人

血液透析机

直线加速器

监护类设备

呼吸机

监护仪

重点代表公司

万东医疗

上海联影

东软医疗

祥生医疗

乐普医疗

康泰医学

和佳医疗

迈瑞医疗

宝莱特

理邦仪器

亚格光电

新华医疗

开立医疗

鱼跃医疗

微创医疗

伟思医疗

产业链下游
各医疗卫生行业

各级医院

综合医院

专科医院

中医医院

其他

基层卫生医疗机构

社区卫生服务中心

乡镇街道卫生院

门诊部

其他

专业公共卫生机构

疾病预防控制中心

美容院

妇幼保健院

体检中心

第三方实验室

05 医疗设备投资思路：红海竞争，逆势而上与顺势而为

行业景气，进口替代是趋势：

无论是医疗器械还是设备，进口替代是目前毋庸置疑的发展趋势。中国医疗器械/设备企业整体起步相对较晚，发展路径多为仿制加微创新，随着享受中国市场红利以及全球产业转移带来的行业景气，目前在越来越多几乎被国际品牌所垄断的细分领域，我们已经能够看到部分国产企业逐步壮大的身影。另外，行业的景气势必带来医疗设备主赛道的快速发展，仿制加微创新的发展路径将很快使整个市场变成红海，我们看好具有创新能力和先发优势的企业在此阶段形成的竞争壁垒。推荐关注：迈瑞医疗、乐普医疗、鱼跃医疗、康泰医学、万东医疗、开立医疗、新华医疗、理邦仪器、和佳医疗、祥生医疗、宝莱特。

往上游，关注核心零部件：

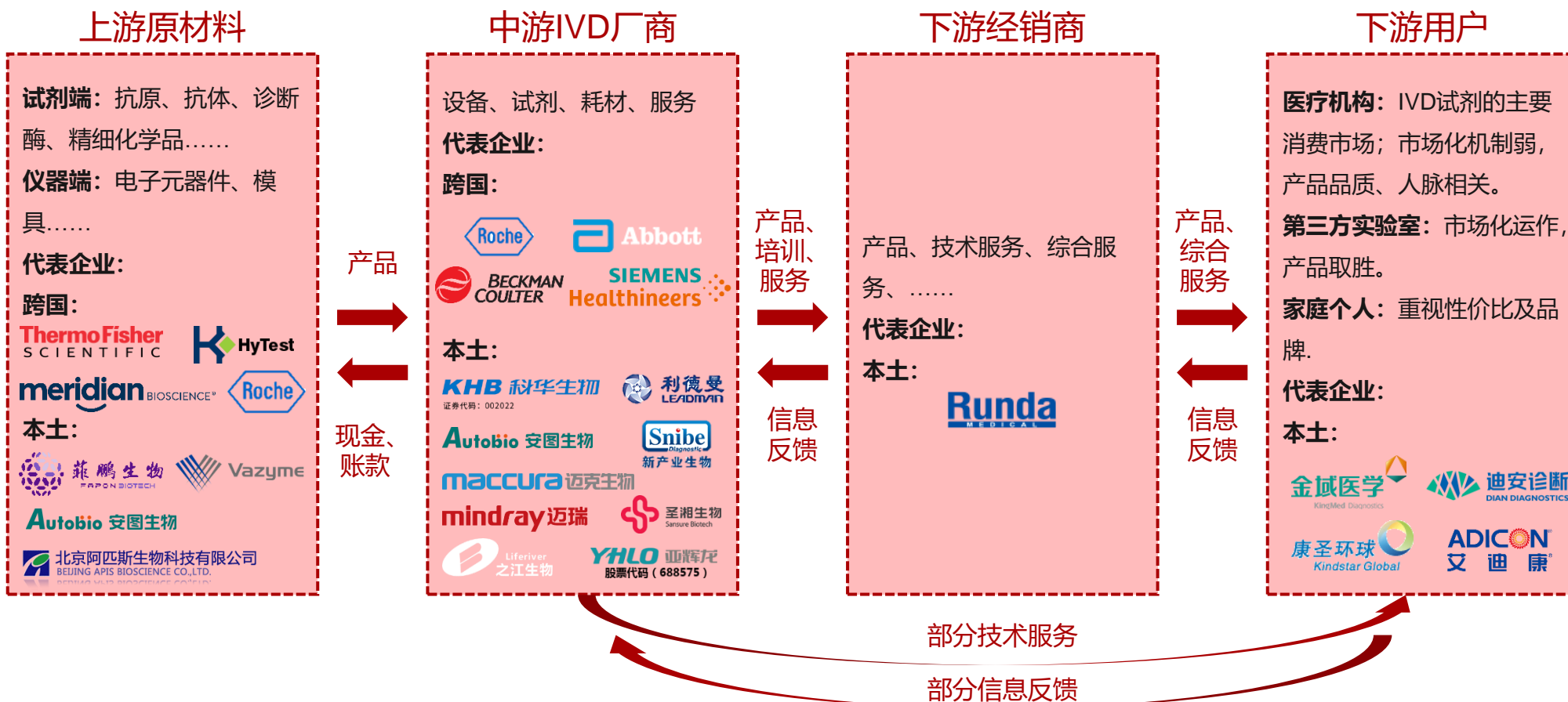
下游整机设备产商由于很多关键核心零部件（例如DR/CT球管、平板探测器，MRI磁体和线圈，超声探头等）要么因为技术壁垒原因无法自产，要么因为规模效用优势明显，自主生产成本较高，基本依赖于上游企业的供应。相较于下游竞争激烈的红海市场，上游市场竞争相对不充分，企业先发优势明显，产品竞争壁垒较高，推荐关注：奕瑞科技、康众医疗。

产业链上游企业盈利能力分析

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE (TTM)	ROE (%)			营业收入 (百万元)			营业收入增速 (%)			2020		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	销售毛利 率 (%)	销售净利 率 (%)	海外业务 占比 (%)
688301.SH	奕瑞科技	301.8	93.6	20.9	25.5	14.5	439.4	546.1	784.1	23.5	24.3	43.6	51.8	28.5	40.6
688607.SH	康众医疗	38.7	40.7	22.4	17.9	22.7	212.7	234.5	339.2	7.4	10.2	44.6	43.4	22.1	42.7
A20721.SZ	美的连			45.0	54.5	61.4	99.7	129.7	168.6	6.9	30.1	30.0	57.4	33.0	60.1

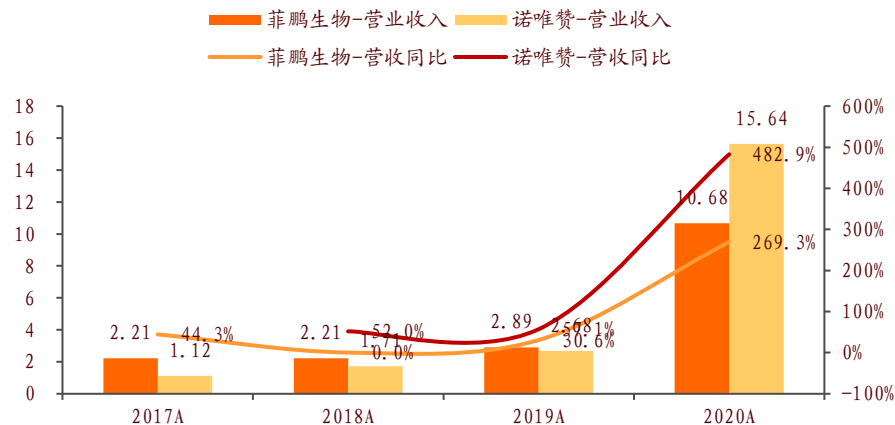
• IVD产业链由三部分构成:

- 上游是原材料，包括试剂中的抗原、抗体、诊断酶等，以及仪器相关元器件。我国90%的原材料依赖进口。
- 中游是IVD厂商，提供仪器、试剂等产品及服务。我国海外五大巨头占据50%的市场，国产厂家整体小而散。
- 下游是经销商和用户，终端用户主要有医疗机构、第三方实验室、科研机构、家庭个人等。

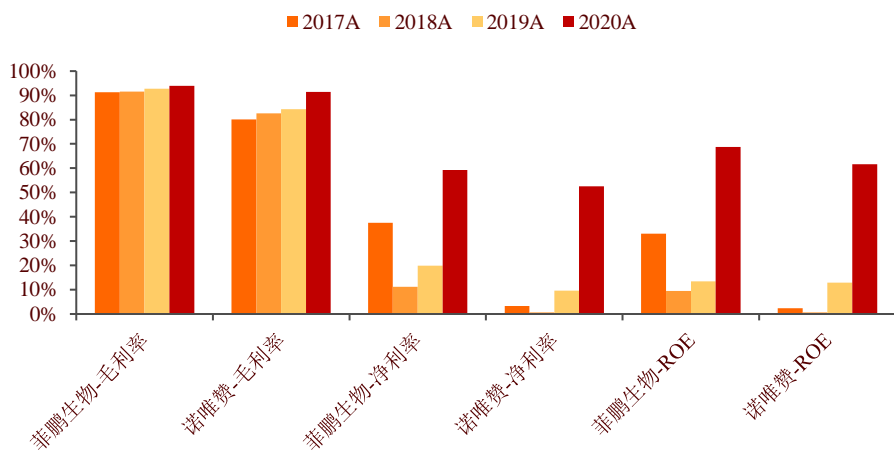


上游：菲鹏生物、诺唯赞

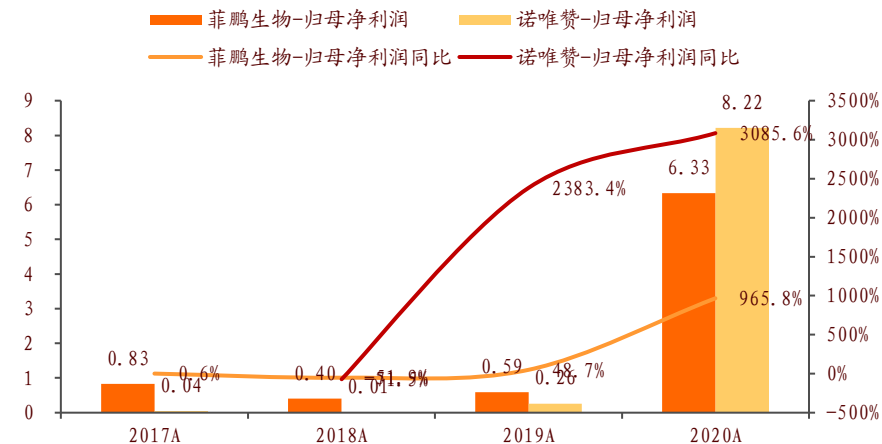
图：2017-2020年菲鹏生物、诺唯赞营业收入及增速对比（亿元）



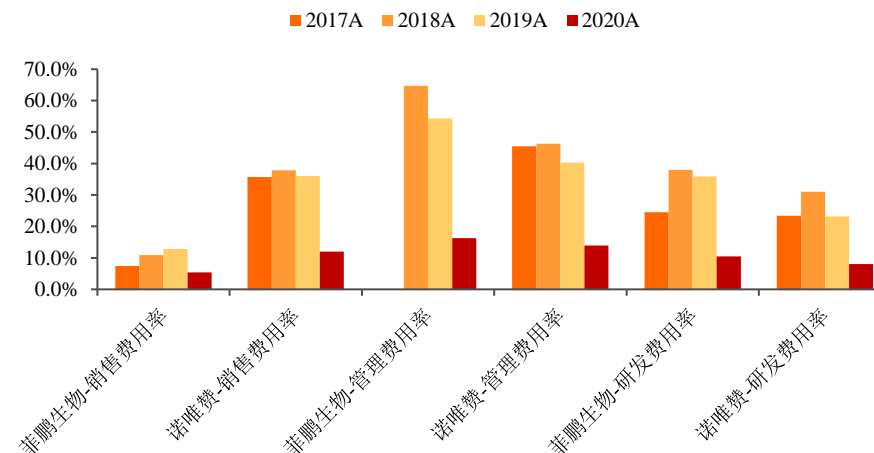
图：2017-2020年菲鹏生物、诺唯赞盈利能力对比



图：2017-2020年菲鹏生物、诺唯赞归母净利润及增速对比（亿元）

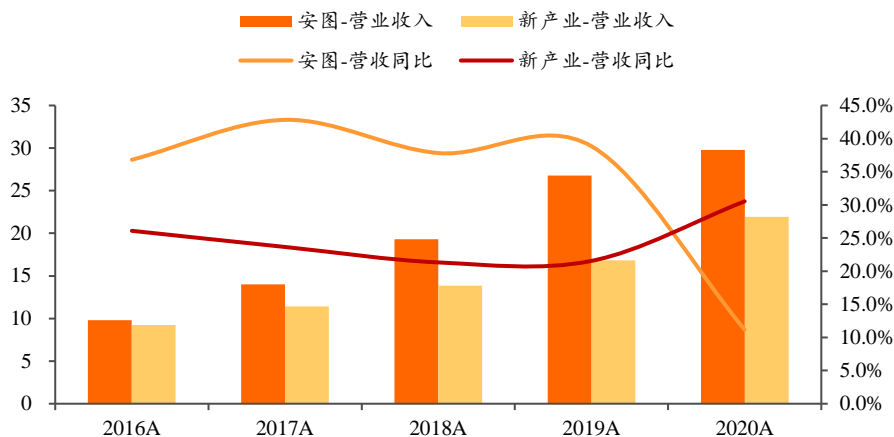


图：2017-2020年菲鹏生物、诺唯赞费用率对比

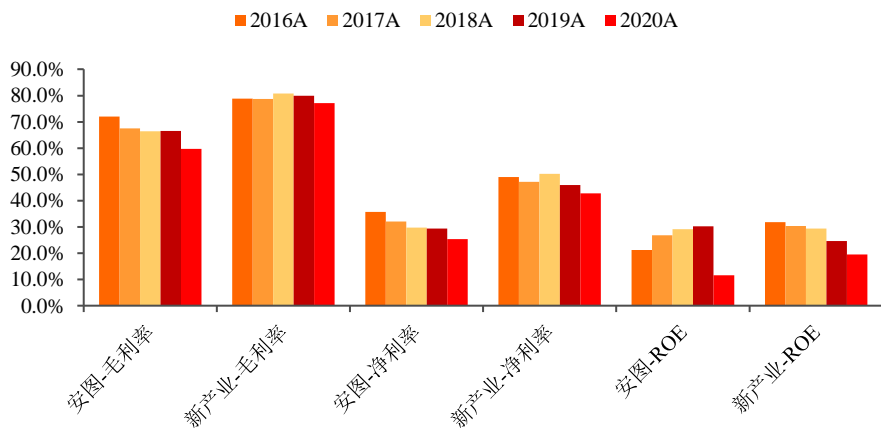


中游：化学发光：安图生物、新产业

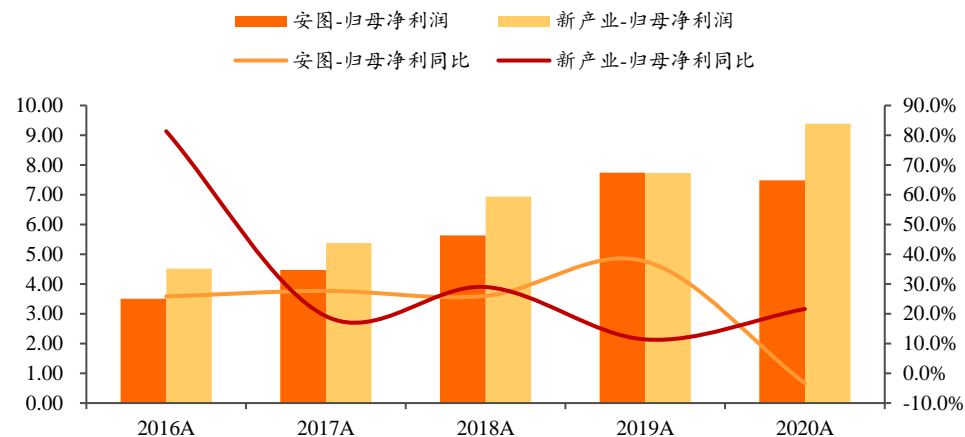
图：2016-2020年安图生物、新产业营业收入及增速对比（亿元）



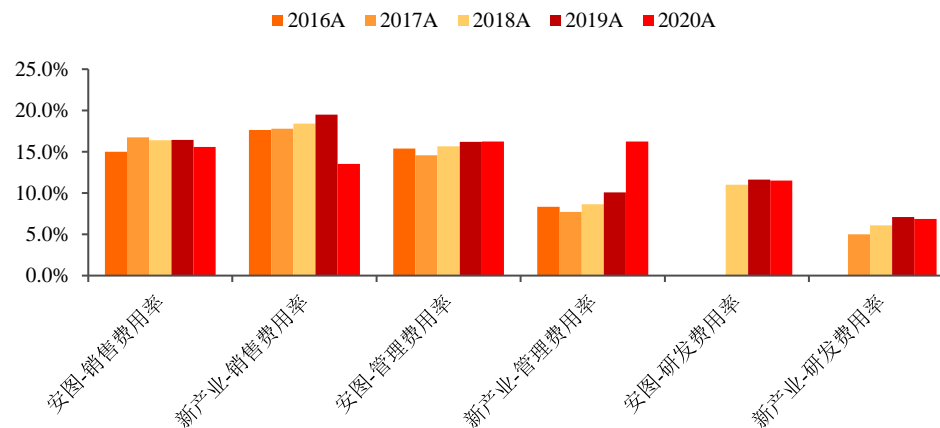
图：2016-2020年安图生物、新产业盈利能力对比



图：2016-2020年安图生物、新产业归母净利润及增速对比（亿元）

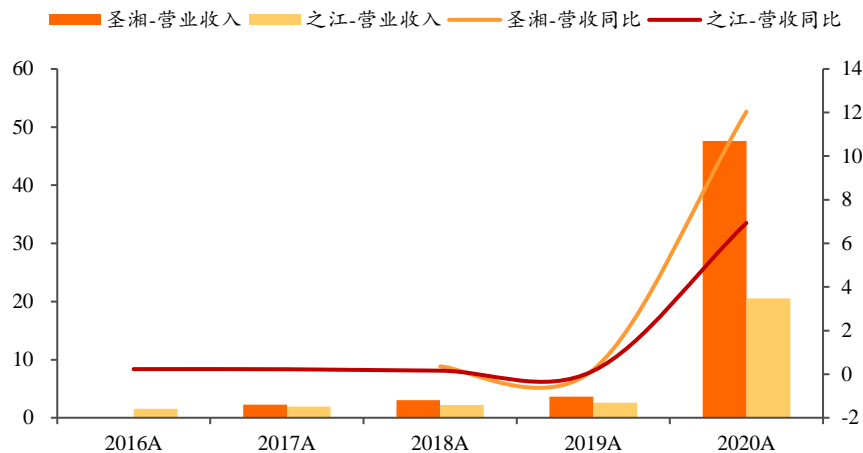


图：2017-2020年安图生物、新产业费用率对比

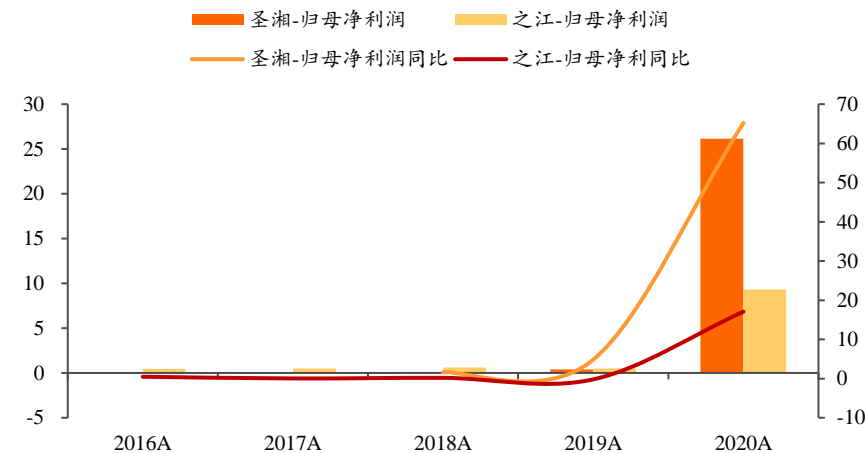


中游：分子诊断：圣湘生物、之江生物

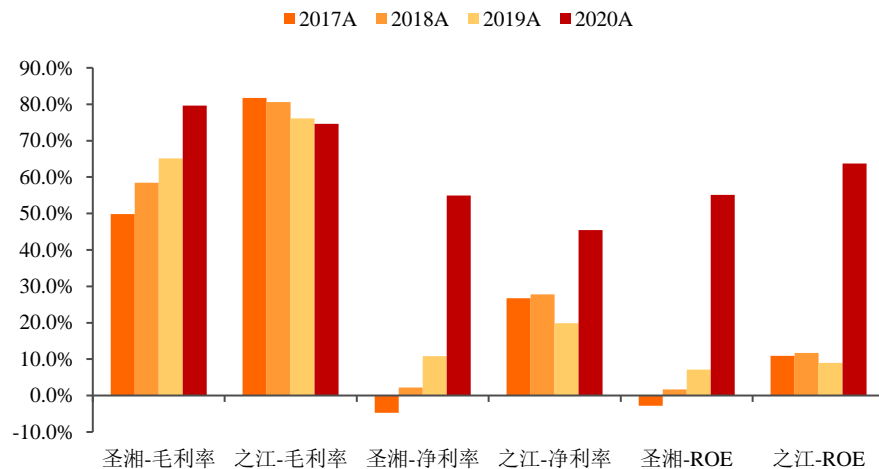
图：2016-2020年圣湘、之江生物营业收入及增速对比（亿元）



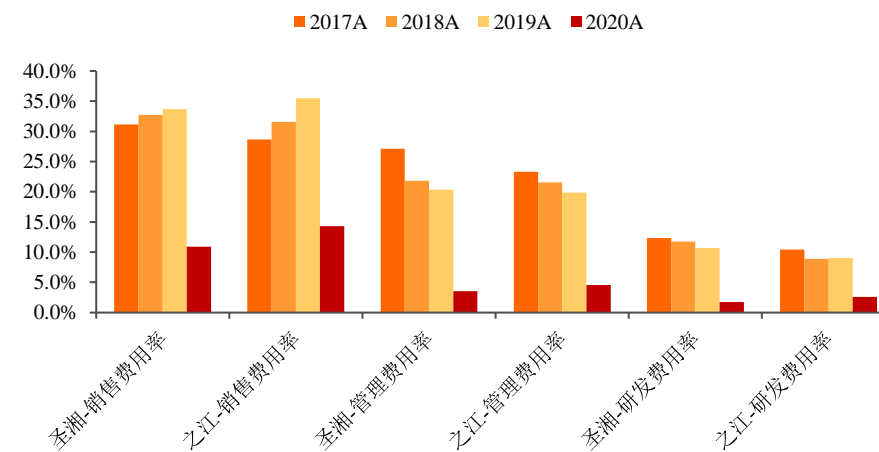
图：2016-2020年圣湘、之江生物归母净利润及增速对比（亿元）



图：2016-2020年圣湘、之江生物盈利能力对比



图：2017-2020年圣湘、之江生物费用率对比



分析:

- 新冠疫情使得IVD企业产业链相关企业在2020年营收及利润获得爆发性增长，尤其是以分子诊断及上游原材料公司收益颇丰，虽然从长期来看持续性存疑但或对于部分小体量的初创公司可快速实现发展阶段跃迁；
- 盈利能力看，上游原材料企业因相对而言技术壁垒较高，因此毛利率可以达到90%左右，也体现在其销售费用率显著低于中游IVD厂商水平（10% vs. 15-30%，诺唯赞因下游延伸至分子诊断试剂销售费用率较高）。而对于中游IVD厂商，其毛利率普遍在60%-80%左右，其仍相对较高的毛利率体现的是技术、销售、获证难度等一系列综合壁垒。

未来展望:

- 对于中游IVD厂商：新冠疫情的出现，使我国IVD行业的发展阶段迅速提前。一方面，新冠疫情为IVD行业带来了巨大的增量蛋糕，使国内IVD企业资金实力、技术实力快速增强，部分企业弯道超车，并吸引了大量的新玩家入场；但另一方面，随着这块蛋糕的转移或减少，市场竞争快速加剧并开始“内卷化”，最终使得“合纵连横”阶段提前到来。
- 对于上游IVD原料厂商：相对于“内卷化”中游，上游IVD核心原料行业具有更高的技术壁垒，因此具有更良好的竞争格局，但其劣势在于与外资企业相比具有较大的技术鸿沟、较长的研发周期及相对较小、碎片化的市场。部分企业已经开始借助自身特色原料优势，向下延展至中游同样市场相对碎片化的POCT领域，不失为一种打开市场空间天花板的出路。



行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>