

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
凯莱英	002821.SZ	513.1	买入
博腾股份	300363.SZ	97.58	买入
昭衍新药	603127.SH	140.0	买入
迈瑞医疗	300760.SZ	358.4	买入
沃森生物	300142.SZ	68.80	增持
派林生物	000403.SZ	30.53	增持
迪安诊断	300244.SZ	33.82	买入
普洛药业	000739.SZ	41.32	增持
健友股份	603707.SH	41.67	买入
润达医疗	603108.SH	12.98	增持
信邦制药	002390.SZ	6.79	增持

资料来源：万得，中银证券

注：以2021年11月30日当地货币收市价为标

相关研究报告

- 《医药行业 2021 年度策略》2020.11.30
- 《医药行业 2020 年中期策略》20200707
- 《CDMO 行业研究报告》20200217
- 《医药行业周报 (2.3-2.9)》20200210

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

证券分析师：邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

医药生物行业 2022 年度策略

泡沫挤压下的再平衡

医药创新投资进入相对理性的新阶段。泡沫被挤压之后医药板块更健康，未来进入再平衡阶段。再平衡之后行业呈现相对稳态，板块较难获得大幅的估值扩张，但细分板块和个股机会层出不穷。

支撑评级的要点

- **中国医药产业研发创新进入相对理性的新阶段。**全社会投资回报率下降、社会发展进入全要素生产率提升的阶段，各行各业开展研发创新进入“无人区”、“深水区”，医药行业并不例外。研发创新既是时代的需要，也是资本的选择。随着“一级市场融资-资本市场上市-二级市场套现退出”这一闭环的建立，过去几年资本对创新药的投入堪称狂热，在 2021 年初达到顶点。资本的涌入带来新药临床前和临床阶段的项目数快速增长，出现了大量热门靶点扎堆 (PD-1, ADC 等为代表) 的重复产能建设。11 月 19 日，CDE 正式发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，政策将逐步收紧临床价值不大、竞争激烈的伪创新药空间。二级市场上，经过市场的教育和洗礼，投资人逐步理性，A 股医药板块持续调整，港股医药板块大幅下跌甚至出清状态 (尤其是 18-a 公司)，医药创新投资进入到泡沫期后一个理性发展的新阶段。
- **泡沫挤压之后板块更健康，未来进入估值再平衡过程。**2019-2020 年，随着核心资产如创新药&械、服务等板块上涨，加之新冠疫情刺激，A 股医药生物指数获得 117% 的涨幅 (区间最大涨幅为 139%)，估值扩张了 86.4%，同期港股医药板块估值扩张更是达到了 129%。A 股和港股医药生物板块在 2021 年初估值先后到达历史极大值附近，随后进入反复拉锯调整的时期。2021 年 A 股医药生物指数 (申万) 下跌 6.14%，估值收缩了 24.4%；而港股医药板块估值收缩幅度更大，达到 41%。经过下跌调整之后目前 A 股医药板块 PE 34 倍，港股医药板块 23 倍，均处于一个较为合理的位置，未来进入再平衡过程。
- **再平衡之后行业呈现相对稳态。**随着全行业逐步适应新冠疫情的影响，医药行业将重新回到稳定状态，我们预计 2022 年板块很难获得像 19-20 年如此大幅度的估值扩张，但细分板块和个股机会层出不穷。同时由于市场对行业负面政策的充分适应，未来若出现政策边际改善反而会给部分板块带来投资机会。而投资风格上来看，中小市值股票也有望获得超额收益。总体看好的方向包括：1、创新药及 CRMO 产业链；2、疫苗&血液制品；3、第三方独立实验室；4、高端原料药；5、医疗器械平台型公司；6、非医保领域的医疗服务、消费医疗、中药独家品种。

重点推荐

- 凯莱英、博腾股份、昭衍新药、迈瑞医疗、沃森生物、派林生物、迪安诊断、普洛药业、健友股份、润达医疗、信邦制药。

评级面临的主要风险

- 市场流动性风险、医药政策风险、人民币汇率变化对出口型企业的影响、国际关系风险、个股风险 (产品研发失败等)。

目录

2022 年投资策略	9
一、关于几个问题的论述.....	9
二、2022 年的投资机会.....	11
CXO 板块：仍保持高景气度，龙头公司积极进行业务拓展与产能扩张	13
1、全球 CXO 行业龙头业绩仍处于增长，生物药 CDMO 方兴未艾.....	13
2、中国 CXO 景气度方兴未艾，积极进行产能扩张与业务拓展.....	18
3、中国 CXO 企业仍然保持高景气度增长.....	20
4、龙头 CDMO 保持持续增长，积极进行产能拓展.....	21
5、原料药企业积极加强 CDMO 业务布局，CDMO 业务表现亮眼.....	25
6、生物药 CDMO 需求方兴未艾，龙头 CDMO 积极进行生物 CDMO 领域布局.....	26
7、板块展望.....	28
疫苗：新冠疫苗强势放量，后疫情时代疫苗关注度持续提升	29
新冠疫情带来巨量市场，疫苗需求仍将持续.....	29
新冠疫苗挤压其他疫苗接种，2022 年有望逐步恢复增长.....	33
后新冠时期，健康意识提升+消费升级有望推动疫苗市场发展.....	33
疫苗行业进入代次接替时期，新技术路线蓬勃发展.....	35
血液制品：海外采浆恢复不及预期，国内行业整合进行时	38
国内采浆量逐步恢复至疫情前水平.....	38
采浆量与批签发双降效应，推动人血白蛋白价格持续增长.....	39
供给端与传导周期对价格的影响.....	40
海外采浆加速修复，但美国采浆恢复仍不及预期.....	41
海外主要血液制品公司.....	42
美国采浆量恢复不及预期，血液制品短缺持续.....	42
广东省拟将血液制品纳入集采.....	43
血液制品集采报价规则.....	44
集采对于血液制品价格降幅不明显且向下空间十分有限.....	44
海外寡头格局明显，国内血液制品集中化发展格局逐步现象.....	45
医疗器械板块：政策驱动创新，创新驱动国产替代&扬帆出海——把握一个中心，四条主线	48
1、国内医疗器械发展现况.....	48
2、行情回顾.....	49
3、医疗器械政策分析.....	60

4、创新驱动国产替代&扬帆出海、规模化、平台化、创新驱动新兴领域列举	69
5、站在现在时点展望医疗器械行业	74
医疗服务：高需求与高门槛并存	76
1、医院服务板块 Q1-Q3 业绩追踪	76
2、肿瘤治疗服务细分市场扩容空间大，行业门槛高	77
3、板块展望	78
医美行业：市场扩容空间较大，行业监管趋向严格	79
1、中国医美行业仍有较大市场空间，非手术项目与抗初老项目增长潜力大	79
2、医美上游企业 2021 年业绩增长表现出色	80
3、医美产品持续更新升级，为医美上游企业未来收入增长奠定基础	80
4、医美下游市场仍然集中度较低，医美平台逐渐成为医美服务机构获客主要渠道	81
5、医美市场监管趋向严格，监管措施趋向具体化	82
6、板块展望	84
医药行业整体行情回顾及估值分析	85
估值比较	95
其他影响因素	100
凯莱英	106
博腾股份	108
昭衍新药	110
迈瑞医疗	112
沃森生物	114
派林生物	116
迪安诊断	118
普洛药业	120
健友股份	122
润达医疗	124
信邦制药	126

图表目录

图表 1. 2019-2021 年医药板块市盈率变化	12
图表 2. 2018-2021 年美股、港股医药板块市盈率变化.....	12
图表 3. 全球医药市场规模 (单位: 十亿美元)	13
图表 4. 全球生物制品与化学药物市场规模 (单位: 十亿美元)	14
图表 5. 全球医药研发支出 (单位: 十亿美元)	14
图表 6. 全球医药研发支出 (单位: 十亿美元)	15
图表 7. 全球医药研发支出 (单位: 十亿美元)	15
图表 8. 全球医药研发支出 (单位: 十亿美元)	16
图表 9. 全球各收入水平 CDMO 企业数量占比	16
图表 10. 全球各收入水平 CDMO 企业市场份额	16
图表 11. 全球龙头 CDMO Catalent 营业收入情况..... (单位: 百万美元)	17
图表 12. 全球龙头 CDMO Catalent Biologics 业务营业收入情况 (单位: 百万美元)	17
图表 13. 全球龙头生物 CDMO Lonza 营业收入情况	18
(单位: 百万美元)	18
图表 14. 全球龙头 CDMO Catalent Biologics 业务营业收入情况 (单位: 十亿韩元)	18
图表 15. 中国医药市场收入 (单位: 十亿人民币)	18
图表 16. 中国 CDMO 市场收入 (单位: 十亿人民币)	19
图表 17. 中国 CRO 市场收入 (单位: 十亿人民币)	19
图表 18. 主要 CXO 公司业绩表现 (单位: 十亿人民币)	20
图表 19. 主要 CXO 公司存货与合同负债情况 (单位: 十亿人民币)	20
图表 20. 主要 CXO 公司固定资产与在建工程情况 (单位: 十亿人民币)	21
图表 21. 药明康德收入端业绩情况 (单位: 十亿人民币)	22
图表 22. 药明康德收入端业绩情况 (单位: 十亿人民币)	22
图表 23. 凯莱英收入端业绩情况 (单位: 亿人民币)	23
图表 24. 凯莱英利润端业绩情况 (单位: 亿人民币)	23
图表 25. 博腾股份收入端业绩情况 (单位: 亿人民币)	24
图表 26. 博腾股份利润端业绩情况 (单位: 亿人民币)	24
图表 27. 昭衍新药收入端业绩情况 (单位: 亿人民币)	25
图表 28. 昭衍新药利润端业绩情况 (单位: 亿人民币)	25
图表 29. 普洛药业 CDMO 业务业绩情况 (单位: 亿人民币)	26
图表 30. 中国 CDMO 市场收入 (单位: 十亿人民币)	26
图表 31. 博腾股份生物 CDMO 服务平台	27

图表 32. 部分新冠疫苗产品或在研管线.....	29
图表 33. 各国每百人新冠疫苗接种剂次.....	30
图表 34. 各国新冠疫苗主要免疫程序完成率.....	30
图表 35. 各国完成主要免疫程序人数.....	31
图表 36. mRNA 疫苗与灭活疫苗有效保护率对比.....	31
图表 37. 各国每百人新冠疫苗加强针接种剂次.....	32
图表 38. 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗批签发量情况.....	34
图表 39. 23 价肺炎球菌多糖疫苗批签发量情况.....	34
图表 40. HPV 疫苗批签发量情况.....	35
图表 41. A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗批签发量情况.....	35
图表 42. A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗批签发量情况.....	35
图表 43. ACYW135 脑膜炎球菌多糖疫苗批签发量情况.....	35
图表 44. 新冠疫苗研发主要技术路线对比.....	36
图表 45. 国内重要疫苗品种研发进展.....	37
图表 46. 2011-2021 年国内采浆总量 (吨) 及同比增速 (%).....	38
图表 47. 2015-2021 年国内采浆站数量 (个) 同比增速 (%).....	39
图表 48. 2011-2020 年上海莱士采浆站变化情况.....	39
图表 49. 2011-2020 年天坛生物采浆站变化情况.....	39
图表 50. 2011-2020 年派林生物采浆站变化情况.....	39
图表 51. 2017-2021 年人血白蛋白价格 (元) 及同比增速 (%).....	40
图表 52. 国内血液制品传导周期扩展图.....	40
图表 53. 血液制品产品利润分布图.....	41
图表 54. 2021 年美国与欧洲血浆采集恢复情况.....	41
图表 55. 2020 年 1 月-2021 年三月进口/国产人血白蛋白批签发量 (万瓶).....	43
图表 56. 2020 年国内血液制品公司采浆站与采浆量统计.....	45
图表 57. 2020 年国内采浆量市场格局.....	45
图表 58. 六家血液制品公司运营浆站数量 (个).....	45
图表 59. 六家血液制品公司采浆量 (吨).....	46
图表 60. 六家血液制品公司单浆站平均采浆量 (吨).....	46
图表 61. 六家血液制品公司血液制品业务营业收入 (百万元).....	46
图表 62. 六家血液制品公司平均吨浆收入 (万元).....	46
图表 63. 六家血液制品公司血液制品业务净利率.....	46
图表 64. 六家血液制品公司平均吨浆净利 (万元).....	47
图表 65. 医疗器械板块: 一个中心, 四条主线.....	48
图表 66. 2016-2021 年中国医疗器械市场规模.....	49

图表 67. 医疗器械板块年初以来历史行情回顾	50
图表 68. SW 医疗器械细分板块总收入及同比增长率	51
图表 69. 2018Q1-2021Q3 单季度医疗器械细分板块收入情况	51
图表 70. SW 医疗器械细分板块归母净利润（合计）及同比增长率	52
图表 71. 2018Q1-2021Q3 单季度医疗器械细分板块归母净利润情况	52
图表 72. SW 医疗器械细分板块销售毛利率	53
图表 73. SW 医疗器械细分板块市盈率（TTM, 整体法）	53
图表 74. A 股市场医用耗材公司汇总	54
图表 75. A 股市场体外诊断公司汇总	55
图表 76. A 股市场医疗设备公司汇总	56
图表 77. 港股医疗器械公司	56
图表 78. 2021 年 Q1-Q3 我国 A 股市场医药生物行业细分板块合计收入情况	57
图表 79. SW 医疗设备企业年初至今涨跌幅统计	57
图表 80. SW 体外诊断企业年初至今涨跌幅统计	58
图表 81. SW 医用耗材企业年初至今涨跌幅统计	58
图表 82. 年除以来涨幅较大几家医疗器械公司情况	59
续图表 82. 年除以来涨幅较大几家医疗器械公司情况	60
图表 83. 近年来国家鼓励医疗器械创新及加强监管等政策梳理	61
续图表 83. 近年来国家鼓励医疗器械创新及加强监管等政策梳理	62
图表 84. 国家层面“十四五”规划强调医疗器械产业的重要性地位	63
图表 85. 近年来国家开展的医用耗材集采事件梳理	64
图表 86. 各地区医用耗材集采事件及结果梳理	65
续图表 86. 各地区医用耗材集采事件及结果梳理	66
图表 87. 安徽省化学发光试剂集采例举	66
续图表 87. 安徽省化学发光试剂集采例举	67
图表 88. DRGs 和 DIP 政策对比	68
图表 89. 我国医疗器械部分子行业国产化率情况	69
图表 90. 全球基因测序市场营收	70
图表 91. 我国基因测序市场规模	70
图表 92. ICL 和其他医疗机构对比	70
图表 93. 我国临床检验和 ICL 市场规模变化（十亿元）	71
图表 94. 我国 ICL 市场普检和特检规模变化（十亿元）	71
图表 95. 2020 年我国和其他几个国家 ICL 渗透率对比	72
图表 96. 2018 年我国 ICL 行业主要公司市场份额占比	72
图表 97. 医疗机构场景	73

图表 98. 大健康场景.....	73
图表 99. 中国医疗机器人市场规模.....	74
图表 100. 2021Q1-Q3 SW 医院服务板块财务摘要.....	76
图表 101. 主要相关公司业绩表现（单位：百万人民币）.....	76
图表 102. 肿瘤治疗医院收入情况（单位：十亿人民币）.....	77
图表 103. 可开展放疗相关技术单位数量.....	78
图表 104. 中国医美市场规模情况（单位：十亿人民币）.....	79
图表 105. 抗衰老市场规模.....	80
图表 106. 主要医美上游公司 2021 年 Q1-Q3 业绩表现（亿元）.....	80
图表 107. 头部医美服务机构成本构成.....	81
图表 108. 医美机构获客渠道.....	82
图表 109. 医美行业监管文件.....	84
图表 110. 2021 医药生物板块细分行业总资产和总市值情况.....	85
图表 111. 2021 医药生物板块细分行业净利润和经营活动产生的现金流净额情况.....	85
图表 112. 年初以来医药生物细分板块（申万二级）行情回顾.....	86
图表 113. 年初以来生物医药细分板块（申万三级）行情回顾.....	86
图表 114. A 股市场不同行业板块年初以来涨跌幅.....	87
图表 115. 医药生物板块（细分）年初至今涨跌幅.....	87
图表 116. 年初以来生物医药板块个股涨跌幅不同区间内公司汇总.....	88
图表 117. 行业估值热力图.....	88
图表 118. 医药生物板块细分行业 2015-2021Q3 营业总收入及同比增速情况梳理 （2015-2020 为全年总收入）.....	89
图表 119. 医药生物板块细分行业 2015-2021Q3 归母净利润及同比增速情况梳理 （2015-2020 为全年）.....	89
图表 120. 医药生物板块细分行业 2015-2021 前三季度营业总收入及同比增速情况梳 理（数据均截止于前三季度）.....	90
图表 121. 医药生物板块细分行业 2015-2021 前三季度归母净利润及同比增速情况梳 理（数据均截止于前三季度）.....	90
图表 122. 2021 年前三季度营业总收入及同比增速&归母净利润及同比增速.....	91
图表 123. 医药生物板块细分行业 2014-2021 前三季度营业收入同比增长率.....	91
图表 124. 医药生物板块细分行业 2014-2021 前三季度归母净利润同比增长率.....	92
图表 125. 医药生物板块细分行业 2014-2021（单）三季度营业总收入同比增速.....	93
图表 126. 医药生物板块细分行业 2014-2021（单）三季度归母净利润同比增速.....	94
图表 127. 2011-2020 申万医药生物板块细分领域销售毛利率情况.....	95
图表 128. SW 医药生物板块及市场市盈率变化（历史 TTM，整体法，剔除负值）.....	95
图表 129. 生物制药行业估值中枢.....	96

图表 130. SW 医药生物板块溢价率（历史 TTM，整体法）	96
图表 131. 2007-2021.01 A 股医药生物板块各细分行业 PE 估值水平比较	97
图表 132. 2019-2021 年医药板块市盈率变化	97
图表 133. 2018-2021 年美股、港股医药板块市盈率变化	98
图表 134. 2007-2021.01 美股、港股及 A 股医药生物板块 PE 比较（TTM，整体法）	98
图表 135. 2007-2020.10 美股、港股及 A 股医药生物板块 PE 比较（TTM，整体法）	99
图表 136. 医药生物板块在医疗保健行业主题基金&生物科技行业主题基金&制药行业主题基金中占净值比	100
图表 137. 医药生物板块在医疗保健行业主题基金&生物科技行业主题基金&制药行业主题基金中占股票市场标准行业配置比例	101
图表 138. 2021 三季度中国公募基金（全部基金）重仓持股（医药股）情况	102
图表 139. 2021 三季度中国公募基金（股票型开放基金）重仓持股（医药股）情况	103
图表 140. 2021 三季度中国公募基金（股票型开放基金）行业分布情况	104
图表 141. 深股通持股	105
图表 142. 沪股通持股	105

2022 年投资策略

一、关于几个问题的论述

1、怎么看待中国的创新药发展？

创新药的发展要站在时代发展的背景来看：过去中国经济处于高速发展阶段，全社会的投资回报率都比较高，往往一个好的项目 3-5 年就收回投资，很少有人愿意投入到极高风险，极长周期的创新药中。但随着社会发展，中国经济增速向下换挡，全社会投资回报率下降，社会发展进入全要素生产率提升的阶段，因此：越来越多的人愿意投入到高风险长周期但是高回报的创新药领域。同时也解释了为什么创新类公司估值持续提升的原因（社会对回报周期的容忍度在提升，愿意接受更长投入期但更高潜在回报率的项目）。创新药的大发展突出表现在一级市场的 PEVC 机构雨后春笋般涌现、创新药融资额持续提升、港股 18a 公司和 A 股科创板公司持续上市、A 股上市公司研发投入持续提升。

事实上，不仅是医药，中国各行各业都进入到转型升级，技术驱动，专精特新的发展上来。过去各行各业的技术进步往往体现在 1-100 的模仿式创新，快速跟随式创新（医药行业也不例外，如 me-too, me-better, fast follow-on）。但近年来都面临着底层技术的突破（无论是时代的需要，还是技术积累的结果），更多的公司和产业的研发都开始进入无人区，涉足 0-1 的底层创新（医药行业体现在原创新药，first-in-class, best-in-class）。

0-1 的创新阶段意味着：创新药研发将进入更高层次更为激烈的竞争时代。随着“一级市场融资-资本市场上市-二级市场套现退出”这一闭环的建立，过去几年资本对创新药的投入堪称狂热，可以认为到达泡沫阶段：以港股市场表现为参考，基本上创新药板块在 2021 年初达到顶点。资本的涌入带来新药临床前和临床阶段的项目数快速增长，出现了大量热门靶点扎堆（PD-1, ADC 等为代表），出现了重复产能建设。11 月 19 日，CDE 正式发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，政策将逐步收紧临床价值不大，竞争激烈的伪创新药空间。二级市场上，经过市场的教育和洗礼，投资人逐步理性，港股医药板块大幅下跌至出清状态（尤其是 18-a 公司），A 股医药板块持续调整，创新药投资进入到泡沫期后一个理性发展的阶段。

尽管竞争加剧，但是我们仍然看好中国的创新药发展，主要基于两个方面：1、创新药本身的投资回报率；2、创新药投资相对其他领域的相对吸引力。尽管投资创新药的失败概率较大，但从投资组合的角度来说，投资一定数量的创新药项目的成功率是可以保障的，对于专业的 VC/PE 机构，完全可以承担这样的风险。今年的国家医保谈判总体降价幅度好于市场预期，这也反应出一个信号：政府会保障药企创新的合理回报率。因此：全社会投资回报率下降的大背景下，投资创新药仍然存在相对吸引力，因此仍将吸引社会资本跨行业持续涌入，但毫无疑问：未来创新药的投资会存在极大的分化，需要精挑细选。我们认为以下几方面需要重点关注：1、临床价值高的品种（first-in-class, best-in-class）；2、跟随式创新品种比的是上市速度（前 3-5 家以外市场机会很小）；3、强大的商业化能力非常重要（例如：恒瑞 PD-1 上市晚，但是放量很快）；4、竞争全球市场；5、差异化细分赛道（突破性疗法、孤儿药等）；6、高仿难仿仿制药（包含特殊剂型）。

2、怎么看待医保体系的未来？医保进入全面精细化管理时代是常态。

社会当期医保筹资主要来自青壮年，支付端主要由老年人使用。随着中国生育率下行，人口进入深度老龄化，医保筹资和开支两端压力日益增大（未来有可能不断延迟退休年龄，并提升每个人的医保筹资比例）。医保将进入**全面精细化管理时代**。

相比于“控费”，我们更愿意用医保进入全面“精细化管理”时代来描述当前以及未来的医保体系。事实上，我们从2017年就提出医保将进入全面精细化管理时代。所谓的带量采购，创新药国谈都只是这个大框架下的手段。真正实现的目的是要医保从被动买单方的事后控制（容易出现骗保的可能性，滥用医保，包括院内，零售药店场景，关于这些我们此前做过深度分析）变成事前、事中、事后的综合管理方式，最终实现腾笼换鸟的目标。中国的医保体系的基础在于以地级市为单位的医保局，即全国293个地级市的地方医保局，过去，地方医保局的配置非常低，往往一个办公室几个编制内员工，在此背景下，试问，医保局要怎么进行管理才能花好医保的钱，怎么样才能管好医院的诊疗行为？事实上，能够做到不被大规模的骗保，不出现大规模的亏空就已经很不错，更遑论要进行资金有效率的利用，甚至被赋予引导中国医药产业的发展这样不切实际的功能。随着医疗信息化水平的提升（包括第三方医保服务公司的推动），国家财税系统的金税工程，国家以三明模式为起点，参考金华等地经验，吸纳各地集采平台的经验（包括美国PBM模式），从国家层面改组成立大医保局（从国家层面集中进行谈判议价，大大强化了议价能力），从顶层架构入手，建立起以三医联动为核心思路的新一轮医改体系，从而改变九龙治水的局面。到今年11月26日，国家医保局正式发布DRG/DIP支付方式改革三年计划的通知，这也标志着系统性的医保控费体系开始成熟，医保精细化管理时代正在来临。同时，在国家医保为主体的条件下，我们国家的商业健康险也处于蓬勃发展中。制约商业健康险发展的重要瓶颈是数据。健康险中更有价值的并非是重疾险，意外险等，而是针对不同疾病如糖尿病，心血管疾病等的专属性产品，而这些险种的设计的前提是有价值的医疗数据的获得。但我国医院体系、医保体系、卫生管理体系中出现严重的信息孤岛问题（甚至一个大三甲医院内部的数据都不一定搞得清楚），因此制约了我国商业健康险产品的进一步发展。展望未来，随着医保局的地位逐步增强，尤其是事前事中控制的信息化系统接入医院，各地医疗数据有可能汇集到医保局，在此背景下，是否有主体能够有效使用这些数据（可以是政府出面，也可能是第三方被授权），开发出有价值的健康险产品，我们拭目以待。

3、怎么看待中国医药企业的出海？

很难想象中国的崛起不会伴随着各行各业跨国巨头的产生。对于医药企业而言，争夺全球市场既是现实所迫切要求（国内医保控费），又是产业升级的必然结果。Biotech、Biopharma这一类公司，因其创始人及管理团队具备良好的海外求学工作经历，往往会选择若干项目进行中美双报或者全球多中心临床试验，部分项目的未来商业化采取license-out，里程碑付款，合作分成等模式。同时，越来越多的传统药企在新的管线布局中，往往也会考虑进行中美双报和全球市场。另外一方面，部分药企特别是原料药-制剂一体化企业，从成立伊始就开始做海外市场，以原料药为基础逐步扩大出口附加值，并往CMO延伸，或者是较高难度的仿制药剂型（如注射剂领域的健友股份）开发，也走出了一条国际化道路。更长远来看，少数龙头药企（如恒瑞医药），选择自建队伍，能够完全自主控制跨国销售渠道，这是更高级的全球市场的开发形态（类似通信领域的华为）。

在医疗器械领域，国际化程度比药企要更高，主要原因还是在于中国的医疗器械在部分领域跟全球领先企业差距并不大，其产品凭借性价比优势在海外中低端市场站稳脚跟，如超声，监护，部分IVD、POCT，自我诊疗产品。此外，由于单一医疗器械产品空间有限，跨国器械巨头的发展史往往一半都是并购史。不同于药企经常因为突破性技术的影响而使得公司市值位次发生变化（城头变换大王旗），全球医疗器械巨头的市值位次往往比较稳定。医疗器械的技术发展更加贴近于工程类的逐步创新、累积式创新，因此呈现出强者恒强的局面。对于国内的医疗器械龙头公司，凭借其规模优势，借助A股的高效率融资能力，能够通过持续的并购整合扩大其实力，进一步巩固自己的领导力。随着技术的进步，规模的提升，海外渠道的增强，中国的医疗器械公司逐步在中高端彩超，中高端影像设备，化学发光，基因测序等领域获得越来越多的全球市场份额。

二、2022 年的投资机会

1、行业增长保持平稳，部分细分板块景气度有望维持

由于新冠抗疫相关产品需求的带动，医药板块近两年均保持显著高于往年的增长速度，2020 年、2021 年 Q1-Q3 净利润同比增速高达 39%、34%。今年 Q1-Q3 的归母净利润同比增速：生物制品在疫苗行业的带动之下获得了 87% 的增速；医疗服务在 CRMO、新冠检测服务的带动下获得了 62% 的增速；医疗器械在新冠检测试剂及生命医学上游原材料行业的带动之下取得了 36% 的增速；而中药板块在去年低基数的基础上也取得了不错的增幅，获得 26% 的增长；化学原料药板块收入增速尚可，达到 22%，但利润受到原材料涨价的侵蚀，增速仅有 10%；而化学制剂和医药商业净利润依然保持较低增速水平，为 10%、16%。

展望 2022 年，由于创新药投资逐步呈现由泡沫进入理性投资的阶段，国内的创新药融资额将保持一个较为稳定的增速，国内 CRMO 业务逐步由高速增长期回归到一个平稳增长期。从全球市场来看，以 mRNA、基因细胞治疗为代表的新技术发展方兴未艾，短期新冠小分子药物的潜在需求大幅增长，加之中国 CRMO 企业的能力圈在持续扩大，中国 CRMO 企业承接全球客户订单的能力持续提升，中国 CRMO 企业在全世界的份额处于持续提升之中。综合来看，中国的 CRMO 行业在 2022 年仍然将维持较好的景气周期，但是考虑到过去两年高速的估值扩张，以及目前的估值水平（22 年普遍估值在 50-90 倍之间），预期收益率应适当放低。

新冠防疫成为常态化，当前形势需要高效疫苗的出现，以 mRNA 技术为代表的疫苗企业将存在巨大的机会。当前全球范围内疫苗仍紧缺，尤其是发展中国家，因此中国的疫苗企业存在巨大的出口机遇。而未来防疫政策将逐步精准化，有条件进行对外开放的前提就是快速精准的核酸检测，因此新冠检测相关的产品服务（核酸、抗原、抗体等）仍将具备巨大的市场需求。

对传统药企而言，近几年处于战略转型的持续阵痛之中，但部分企业已经逐步适应新的环境形势，创新管线的布局也逐步开始收获，而估值经过长期调整之后已经进入出清的状态，也是比较适合做价值投资的区间。

化学原料药行业属于高端制造业，工艺开发升级为主要技术驱动。中国原料药企业经过长期的技术升级，逐步进入到跨国药企核心供应商的位置，逐步从原来的低端的大宗原料药到特色原料药到高级中间体到 CMO 到 CDMO 的转型升级。而 CDMO 本质上属于高度柔性化的附带服务属性的制造业，中国具备工程师红利，也具备良好的服务意识（相比于印度、欧美国家），但在法规熟悉程度和文化认同上具备短板（需要持续提升，客户的信任度获取往往需要十年以上的时间）。随着技术提升和能力圈的扩张，中国有望跻身于世界原料药强国。

2、估值扩张期结束之后的再平衡：板块估值有望稳中有升

2019-2020 年，在领涨板块 CRMO、原料药、医疗服务、品牌中药等板块的带领下，申万医药生物指数取得 117% 的涨幅（区间最高涨幅高达 136%），取得明显的相对收益，区间估值一度达到历史极大值。2019-2020 年医药板块估值扩张了 86.4%，其中生物制品估值扩张了 96%，化学原料药估值扩张了 80%，医疗服务（含 CRMO）估值扩张了 140%，中药估值扩张了 64%。

进入 2021 年，医药板块进入反复拉锯调整的时期，估值进入收缩调整期。2021 年医药生物指数（申万）下跌 6.14%，估值收缩了 24.4%。中药板块上涨 13.25%，化学制药下跌 9.04%，化学原料药上涨 27.89%，医疗器械下跌 11.11%，生物制品下跌 12.18%，医疗服务上涨 0.54%，医药商业下跌 22.93%。28 个申万一级行业中排名 20。板块截止 11 月 26 日，医药板块市盈率 34 倍，相比 2019 年年初扩张了 41%，全部 A 股（非金融）估值 26 倍，相比 2019 年年初扩张了 48%。医药板块中化学原料药估值扩张最大，三年扩张了 146%（2021 年继续扩张），中药扩张了 62%，医疗服务扩张了 58%。呈现估值收缩状态的有两个子板块：医药商业，估值收缩了 5%，医疗器械收缩了 15%。

图表 1. 2019-2021 年医药板块市盈率变化

板块	市盈率				2019-2020 年两年	2019-2021 年三
	2019-01-01	2020-01-01	2021-01-01	2021-11-26	间估值扩张程度 (%)	年间估值扩张程度 (%)
全部 A 股(非金融)	15.90	21.12	28.29	23.57	77.90	48.27
SW 医药生物	24.17	34.36	45.06	34.01	86.40	40.69
SW 医药商业 II	15.79	18.00	21.21	14.99	34.35	(5.07)
SW 医疗器械 II	32.13	41.20	42.40	27.28	31.98	(15.08)
SW 中药 II	18.25	23.01	29.83	29.48	63.46	61.56
SW 生物制品 II	30.27	42.81	59.45	35.58	96.40	17.56
SW 化学制剂	29.36	38.63	47.48	33.98	61.72	15.74
SW 化学原料药	19.41	29.53	35.06	47.74	80.58	145.90
SW 医疗服务 II	49.59	74.51	118.83	78.19	139.62	57.67

资料来源：万得、中银证券。注：市盈率估值采用 TTM 整体法，剔除负值

横向全球比较，近三年以来港股医药板块和 A 股医药板块联动明显，而港股调整出清更加彻底。

横向来看：2021 年 11 月 26 日，A 股医药板块市盈率 PE (TTM、整体法) 为 34 倍、美股医药板块市盈率 PE (TTM、整体法) 为 23 倍、港股医药板块市盈率 PE (TTM、整体法) 为 23 倍。总体上来看，近 3 年以来美股医药板块保持较为稳定的估值体系，而港股在过去 3 年获得了极为明显的估值扩张。2019-2020 年两年间港股医药板块估值从 17 倍扩张到 39 倍，估值扩张了 129%。这个时间段和估值扩张的幅度跟 A 股医药板块的估值扩张期相拟合。而进入 2021 年，港股医药股也进入调整期，一年间估值收缩了 41%，明显高于 A 股医药股的收缩幅度。我们大体可以看出：近 3 年以来，港股医药板块与 A 股医药板块联动紧密，同时其振动波幅要大于 A 股。

进一步细分来看，美股医药股对于大型成熟型医药巨头的市盈率在 20-30 倍左右，对于增速较快的成长型中小型生物医药类公司的市盈率可以给到 50 倍以上，美股估值体系能较好的反映风险对价。而在港股市场，作为离岸金融市场，估值中枢会较低一些，但今年大幅调整，除了医疗服务以及 CRMO 等强势板块市盈率保持在 50-80 倍左右，其他大部分个股估值下降明显，部分综合性制药企业的估值下降到 10-15 倍甚至 10 倍以下，已进入到合适的价值投资区间。

图表 2. 2018-2021 年美股、港股医药板块市盈率变化

板块	市盈率		市盈率		市盈率 (%)
	2018-01-01	2019-01-01	2020-01-01	2021-01-01	2021-11-26
[HK]WIND 医疗保健	15.90	21.12	28.29	23.57	77.90
[美股]WIND 医疗保健	24.17	34.36	45.06	34.01	86.40

资料来源：万得、中银证券。注：市盈率估值采用 TTM 整体法，剔除负值

3、投资组合

总体来看，A 股医药板块经过 2019-2020 年大估值大幅扩张之后，2021 年进入持续调整阶段，目前整体估值水平处于较为合理的水平（但是分化严重），经过持续的调整，A 股医药板块将进入一个再平衡的过程。我们总体判断：2022 年 A 股医药板块不会出现 2019-2020 年的估值大幅扩张的局面，也不会出现持续下跌的局面，整体保持稳定，但具备较多局部的板块性、个股性机会，投资风格上来看，中小市值股票也有望获得超额收益。总体看好的方向包括：1、创新药及 CRMO 产业链；2、疫苗&血液制品；3、第三方独立实验室；4、高端原料药；5、医疗器械平台型公司；6、非医保领域的医疗服务、消费医疗、中药独家品种。

A 股 2022 年年度投资组合

推荐标的：凯莱英、博腾股份、昭衍新药、迈瑞医疗、沃森生物、派林生物、迪安诊断、普洛药业、健友股份、润达医疗、信邦制药。

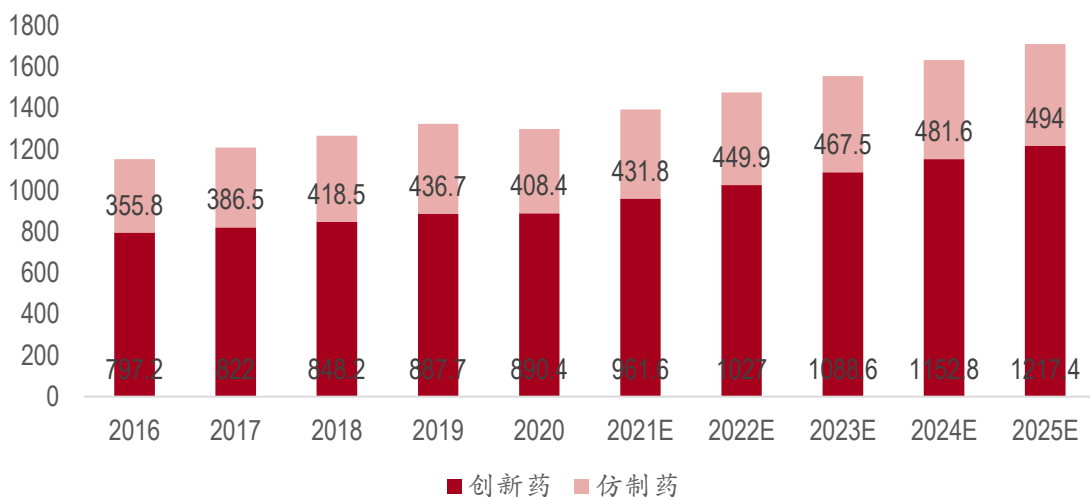
CXO 板块：仍保持高景气度，龙头公司积极进行业务拓展与产能扩张

1、全球 CXO 行业龙头业绩仍处于增长，生物药 CDMO 方兴未艾

全球医药市场规模与研发投入持续增长

全球医药市场保持稳定增长，根据 Frost&Sullivan 数据全球医药市场 2021 年市场收入预期为 13.93 万亿美元，2016 年-2021 年年均复合增长率为 3.9%，预期 2025 年全球医药市场收入将达到 17.11 万亿美元，2021 年-2025 年预期年均复合增长率为 5.3%。其中，2021 年全球创新药市场收入预期为 9.61 万亿美元，2016 年-2021 年年均复合增长率为 3.8%。全球创新药市场收入预期将于 2025 年达到 12.17 万亿美元，预期 2021 年-2025 年预期年均复合增长率为 6.1%。

图表 3. 全球医药市场规模（单位：十亿美元）

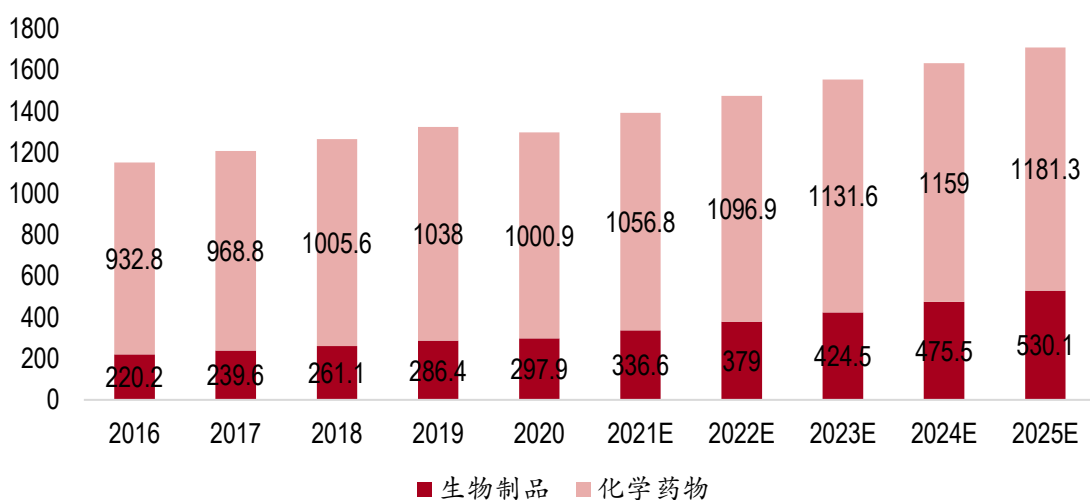


资料来源：凯莱英H股招股书，Frost&Sullivan，中银证券

药物根据分子特征可分为化学药物与生物制品，化学药物包括化学小分子药物、寡核苷酸、多肽、多糖等，生物制品包括抗体、抗偶联药物及 mRNA。化学药物收入在全球医药市场收入中仍保持高占比，全球化学药物 2021 年预期市场收入为 10.57 万亿美元，在整体全球医药市场中占比为 78%。全球化学药物市场 2016 年-2021 年年均复合增长率为 2.8%，预期将在 2025 年达到 11.81 万亿美元，预期 2021 年-2025 年预期年均复合增长率为 2.5%。

根据 Frost&Sullivan 数据，全球生物制品 2020 年收入为 2.98 万亿美元，在全球医药市场总收入中占比为 22%，与 2016 年相比提高了 4 个百分点。生物制品 2021 年预期全球收入为 3.37 万亿美元，2016 年-2021 年年均复合增长率为 8.9%。2025 年全球医药市场生物制品预期收入将达到 5.30 万亿美元，在整体医药市场中占比增长至 31%，2021-2025 年预期年均复合增长率为 12.0%，增速高于整体医药市场。

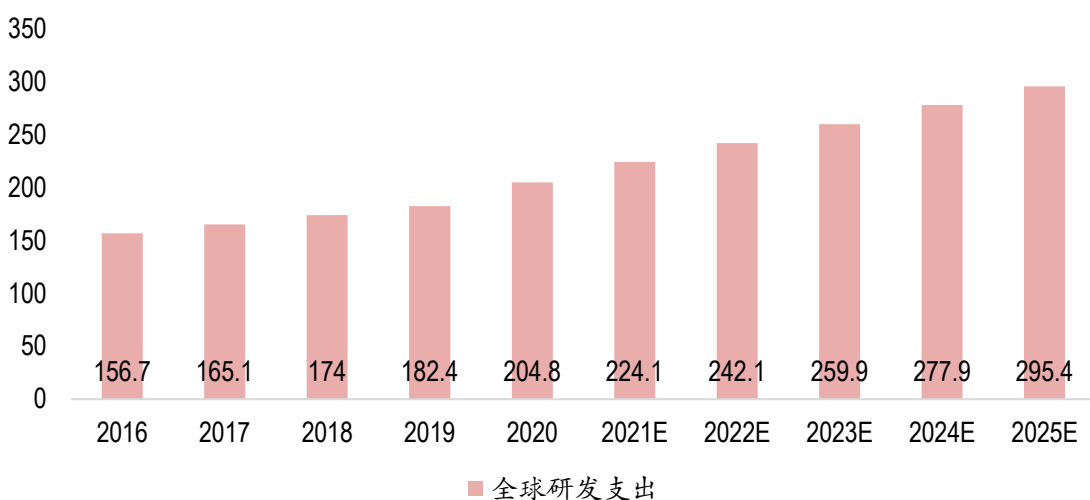
图表 4. 全球生物制品与化学药物市场规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: 凯莱英H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

全球医药研发支出持续增长, 根据 Frost&Sullivan 数据全球 2021 年研发支出预期为 2.04 千亿美元, 2016 年-2021 年年均复合增长率为 7.4%。全球医药研发支出预期将于 2025 年增长至 2.95 千亿美元, 2021 年-2025 年年均复合增长率为 7.1%。

图表 5. 全球医药研发支出 (单位: 十亿美元)

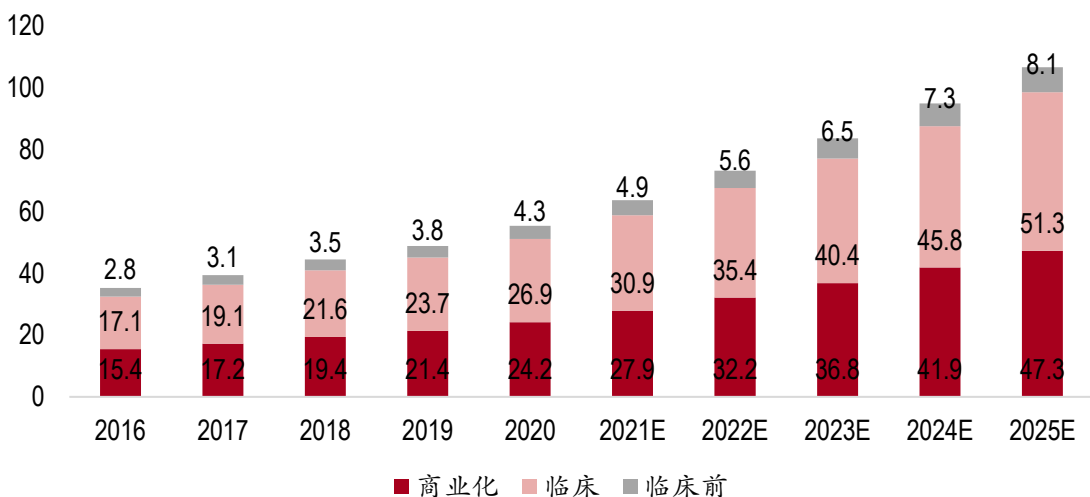


资料来源: 凯莱英H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

全球 CDMO 与 CRO 市场收入预期仍处于增长状态, 生物药 CDMO 服务增长潜力大

根据 Frost&Sullivan 数据, 2021 年全球 CDMO 市场收入预期为 637 亿美元, 其中商业化阶段服务收入与临床阶段收入占比较高, 收入预期分别为 279 亿美元和 309 亿美元。临床前阶段 CDMO 服务在整体市场中占比较小, 收入为 49 亿美元。全球 CDMO 市场收入 2016 年-2021 年年均复合增长率为 12.5%, 市场收入预期将于 2025 年达到 1066 亿美元, 2021 年-2025 年年均复合增长率为 13.7%。

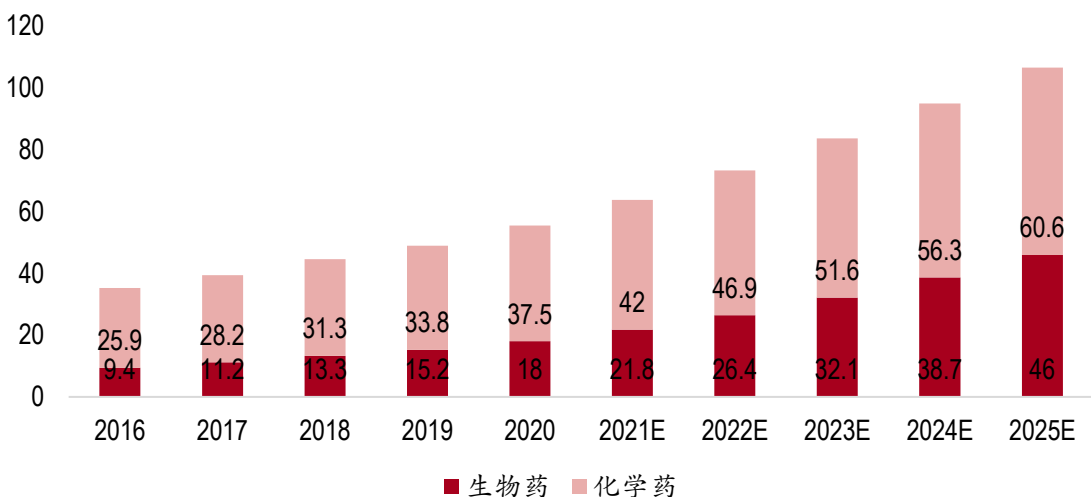
图表 6. 全球医药研发支出 (单位: 十亿美元)



资料来源: 凯莱英H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

在 CDMO 市场中, 生物药 CDMO 服务目前收入低于化学药 CDMO 服务, 但是增长潜力较大。根据 Frost&Sullivan 数据, 2021 年化学药 CDMO 收入预期为 420 亿美元, 在整体 CDMO 市场收入中占比为 66%。预期全球化学药 CDMO 服务收入 2016 年-2021 年年均复合增长率为 9.6%, 将于 2025 年达到 606 亿美元。生物药 CDMO 服务全球收入 2016 年-2021 年由 94 亿美元增长至 218 亿美元, 年均复合增长率为 18.3%。预期 2025 年全球生物药 CDMO 服务收入将达到 460 亿美元, 在整体 CDMO 服务收入中占比达到 43%, 2021 年-2025 年年均复合增长率为 20.5%, 增速高于整体 CDMO 服务市场。

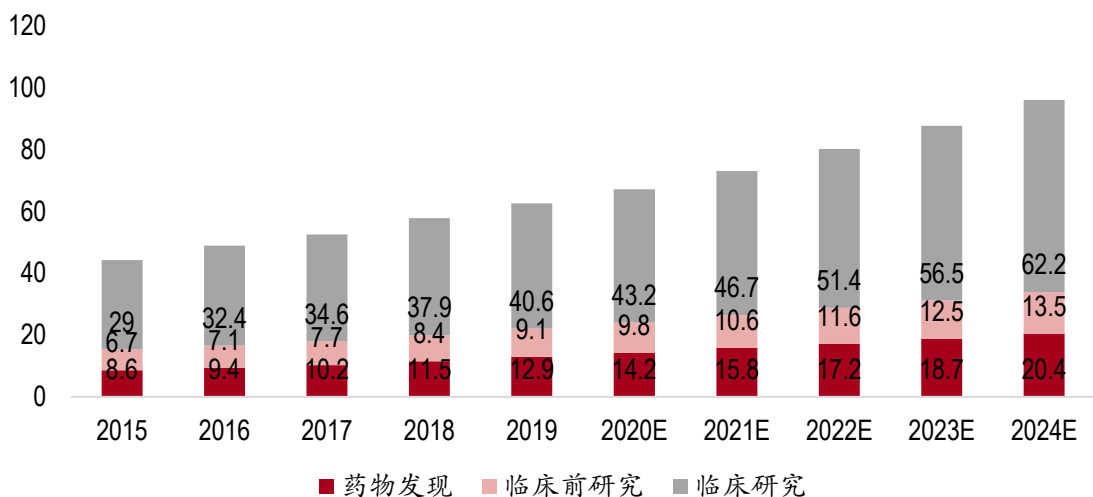
图表 7. 全球医药研发支出 (单位: 十亿美元)



资料来源: 凯莱英H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

根据 Frost&Sullivan 数据, 全球 CRO 服务收入在 2015 年至 2019 年间由 443 亿美元增长至 626 亿美元, 年均复合增长率为 8.7%。全球 CRO 服务收入预期将于 2024 年达到 961 亿美元, 2020 年-2024 年年均复合增长率为 9.3%。药物发现、临床前研究服务和临床研究服务市场预期 2024 年收入分别为 204 亿, 135 亿和 622 亿, 在整体 CRO 中收入占比为 21%, 14%和 65%, 2020 年-2024 年年均复合增长率分别为 9.5%, 8.3%和 9.5%。

图表 8. 全球医药研发支出 (单位: 十亿美元)



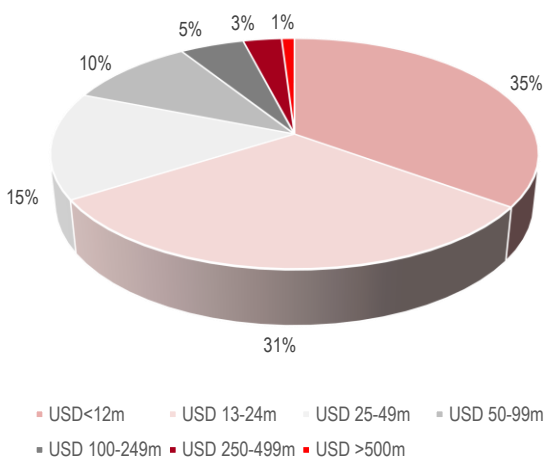
资料来源: 昭衍新药H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

全球 CDMO 市场仍然较为分散, 大型 CDMO 积极进行并购整合

全球 CDMO 市场仍然较为分散, 存在大量的小型 CDMO 竞争者。根据 CDMO Recipharm 年报数据, 2020 年年收入小于 1200 万美元的 CDMO 企业数量在全行业 CDMO 企业数量占比为 35%, 年收入在 1300 万至 2400 万美元的 CDMO 企业数量在全行业 CDMO 企业数量占比为 31%。年收入大于 5 亿美元的 CDMO 企业数量在全行业 CDMO 企业数量占比仅为 1%, 年收入在 2.5 亿至 4.9 亿美元之间的 CDMO 企业数量在全行业 CDMO 企业数量占比仅为 3%。但是在市场收入份额方面, 年收入大于 5 亿美元的 CDMO 企业占据了高达 31% 的市场份额。行业中大型 CDMO 会通过收购小型 CDMO 来进行产能扩张, 也会通过与其他竞争这合并来改善供应链效率, 在行业趋向成熟的同时这种并购整合趋势预期会持续进行。在区域布局方面, 大部分 CDMO 服务于本地市场, 但是全球有不到 80 家的 CDMO 布局全球进行跨洲运营。

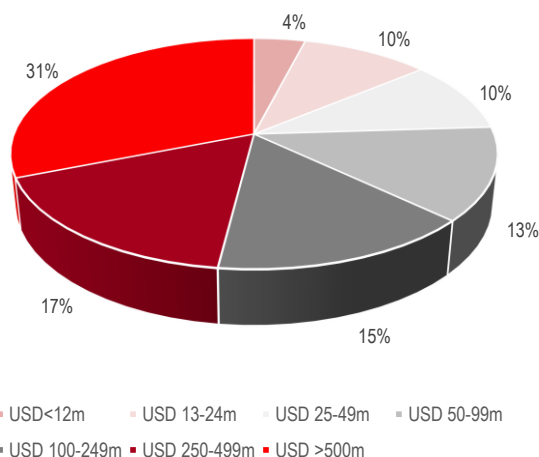
生物 CDMO 行业门槛较高, 目前全球生物 CDMO 产能主要由寡头垄断, 少数拥有大型制造设施的玩家为市场主导。根据 Samsung Biologics (三星生物) 数据, 截至 2021 年瑞士 Lonza 拥有 303,000L 产能, 德国 Boehringer Ingelheim 拥有 275,000L 产能, 并均在美国、瑞士、德国等核心市场进行积极的产能拓展。三星生物于 2018 年开始 180,000L 的产能建设, 于 2021H1 期末产能达到 364,000L。

图表 9. 全球各收入水平 CDMO 企业数量占比



资料来源: Recipharm 年报, 中银证券

图表 10. 全球各收入水平 CDMO 企业市场份额



资料来源: Recipharm 年报, 中银证券

全球龙头科学服务企业 Thermo Fisher Scientific (赛默飞世尔) 于 2017 年以 72 亿美元的价格收购全球领先 CDMO 企业 Pathenon, 进军 CDMO 行业, 并于 2019 年以 17 亿美元收购生物 CDMO Brammer Bio。全球 CDMO 龙头瑞士 Lonza 于 2016 年以 55 亿美元收购 Capsugel, 以增强服务能力。全球龙头 CDMO 公司美国 Catalent 于 2017 年以 9.5 亿美元收购 Cook Pharm, 并于 2019 年以 12 亿美元收购 Paragon Bioservices, 进行生物 CDMO 业务发展。

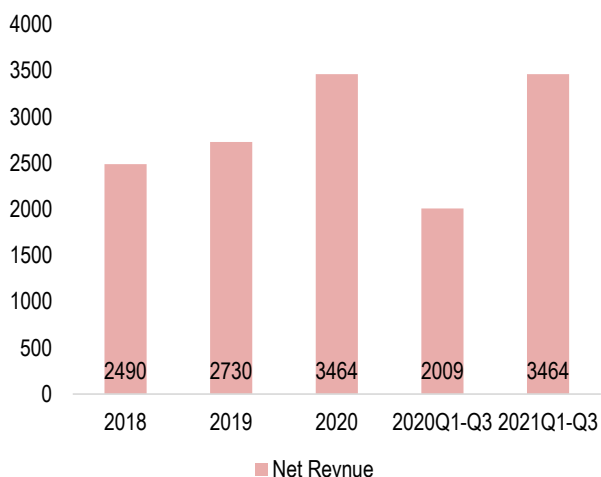
龙头 CDMO 生物药业务业绩增长亮眼

全球龙头 CDMO 与 CRO 公司在 2021 年业绩仍表现出了一定的成长性, 尤其是生物 CDMO 服务表现出较大的增长潜力。龙头公司积极进行生物 CDMO 布局, 并在生物 CDMO 服务方面积极进行产能建设,

全球龙头 CDMO 公司 Catalent 2021 年年初至九月底实现营业收入 32.66 亿美元, 同比增长 28%, 实现净利润 5.07 亿美元, 同比增长 97%。生物业务 (Biologics) 2021 年年初至九月底实现营业收入 16.93 亿美元, 同比增长 72%, 表现出较高的成长性, 增长部分来源于 COVID-19 相关项目。产能建设方面, 公司积极进行基因治疗方面产能, 相关设备总投资由 1.3 亿美元增长至 3.6 亿美元, 预期完成产能建设后 18 个单元的生物反应器可达到每单元 2000L 的规模。(注: Catalent 原始财报财年为前一自然年 7 月初至次年 6 月底, 为便于比较本报告已按照自然年进行核算调整)。

图表 11. 全球龙头 CDMO Catalent 营业收入情况

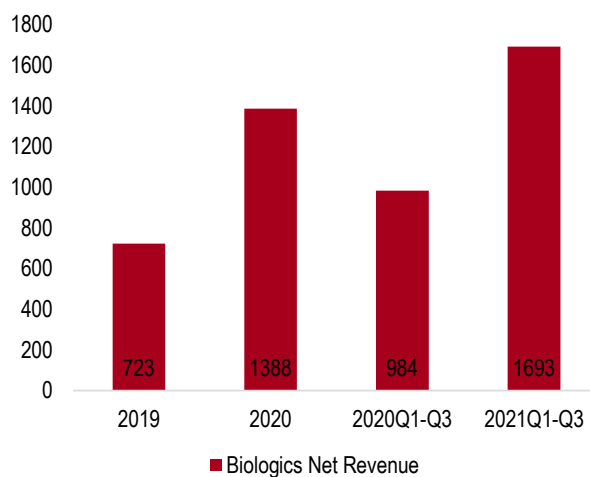
(单位: 百万美元)



资料来源: Catalent 财报, 中银证券

图表 12. 全球龙头 CDMO Catalent Biologics 业务营业收入情况

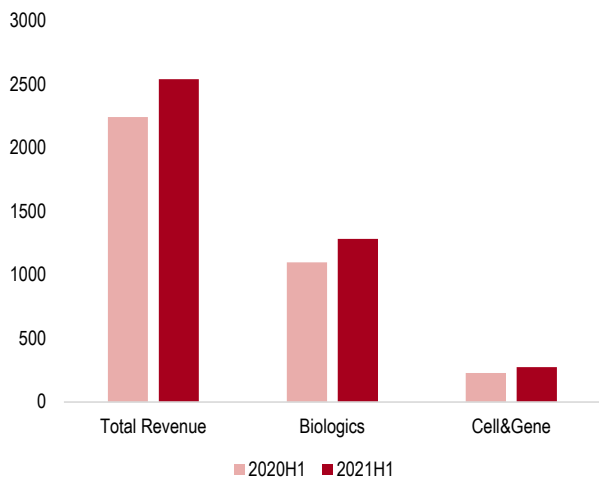
(单位: 百万美元)



资料来源: Catalent 财报, 中银证券

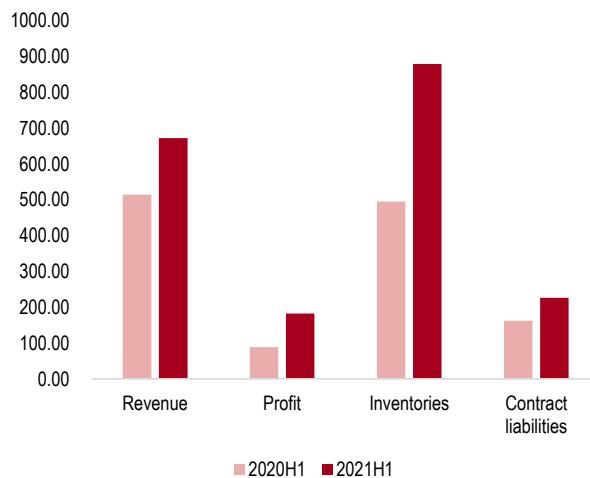
龙头 CDMO 公司 Lonza 业务以生物 CDMO 业务及细胞与基因治疗相关 CDMO 服务为主, 公司 2021 年上半年生物药 CDMO 业务收入 12.8 亿美元, 同比增长 16.7%, 细胞与基因 CDMO 业务收入 2.74 亿美元, 同比增长达 20.7%。生物 CDMO Samsung Biologics (三星生物) 为行业内生物药 CDMO 龙头, 主要为基于哺乳动物细胞的抗体药物提供服务, 并于 2021 年 5 月宣布与 Moderna 签约为其提供 COVID-19 生产服务。公司 2020 年上半年实现营业收入 6.72 千亿美元, 同比增长 30.7%, 实现净利润 1.82 千亿美元, 同比增长 105.8%。公司 2021 年 H1 期末资产负债表存货数额为 879.62 亿韩元, 同比增长 77.5%, 合同负债数额为 226.53 亿韩元, 同比增长 39.2%。公司于 2018 年开始 180,000L 的产能建设, 于 2021H1 期末产能达到 364,000L, 并将继续进行产能建设, 预期将于 2023 年完成 256,000L 产能的建设。

图表 13. 全球龙头生物 CDMO Lonza 营业收入情况
(单位: 百万美元)



资料来源: Catalent 财报, 中银证券

图表 14. 全球龙头 CDMO Catalent Biologics 业务营业收入情况
(单位: 十亿韩元)



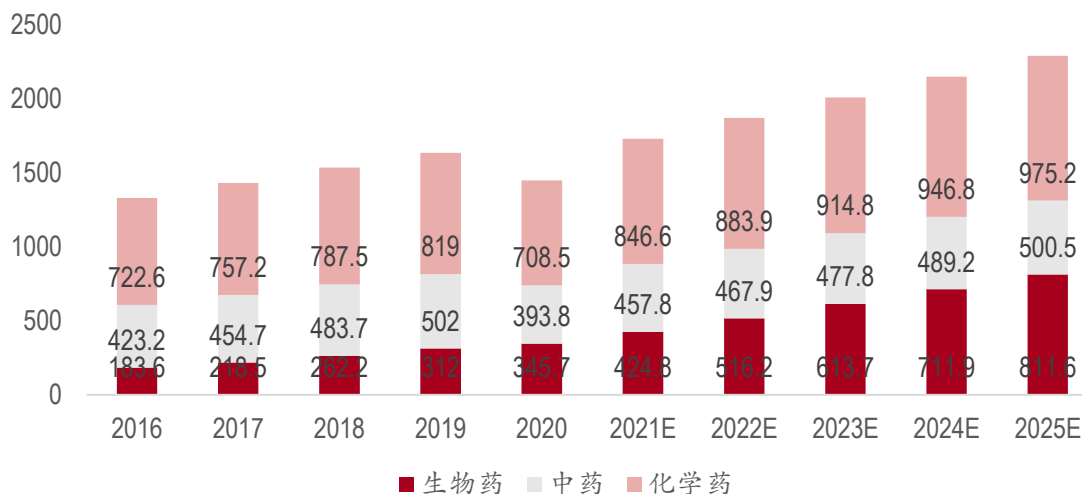
资料来源: Catalent 财报, 中银证券

2、中国 CXO 景气度方兴未艾, 积极进行产能扩张与业务拓展

根据 Frost&Sullivan 数据, 中国 2021 年医药市场规模预期为 17.29 万亿人民币, 2016 年-2021 年年均复合增长率为 5.4%。预期 2021 年-2025 年中国医药市场收入年均复合增长率为 7.2%, 医药市场收入将于 2025 年达到 22.87 万亿人民币。其中化学药物 2021 年预期市场收入 8.47 万亿人民币, 在整体市场收入中占比为 48.96%, 预期 2021 年-2025 年化学药物市场收入年均复合增长率为 3.6%, 市场收入将于 2025 年达到 9.75 万亿人民币。

目前生物药在市场收入中占比相比化学药仍然较少, 但是收入增长潜力大于化学药。中国生物药预期 2021 年市场收入为 4.25 万亿人民币, 2016 年-2021 年年均复合增长率为 18.3%, 增长速度高于中国整体医药市场收入增长速度。预期生物药市场收入将持续以较高速度增长, 预期 2021 年-2025 年市场收入增长速度为 17.6%, 市场收入将于 2025 年达到 81.2 万亿人民币。

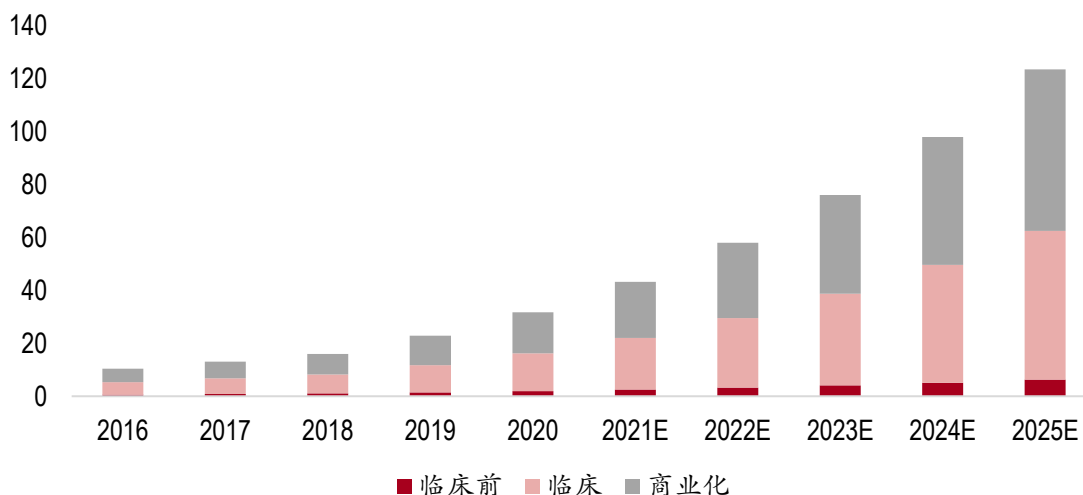
图表 15. 中国医药市场收入 (单位: 十亿人民币)



资料来源: 凯莱英H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年中国 CDMO 市场预期收入为 432 亿人民币，2016-2021 年年均复合增长率为 32.7%。其中，临床前项目 2021 年预期收入为 26 亿人民币，临床项目 2021 年预期收入为 195 亿人民币，商业化项目 2021 年预期收入为 211 亿人民币。预期 2021 年-2025 年中国 CDMO 市场收入年均复合增长率为 30.0%，中国 CDMO 市场收入将于 2025 年达到 1235 亿人民币。其中，临床前项目 2025 年预期收入为 63 亿人民币，临床项目 2025 年预期收入为 562 亿人民币，商业化项目 2025 年预期收入为 610 亿人民币。

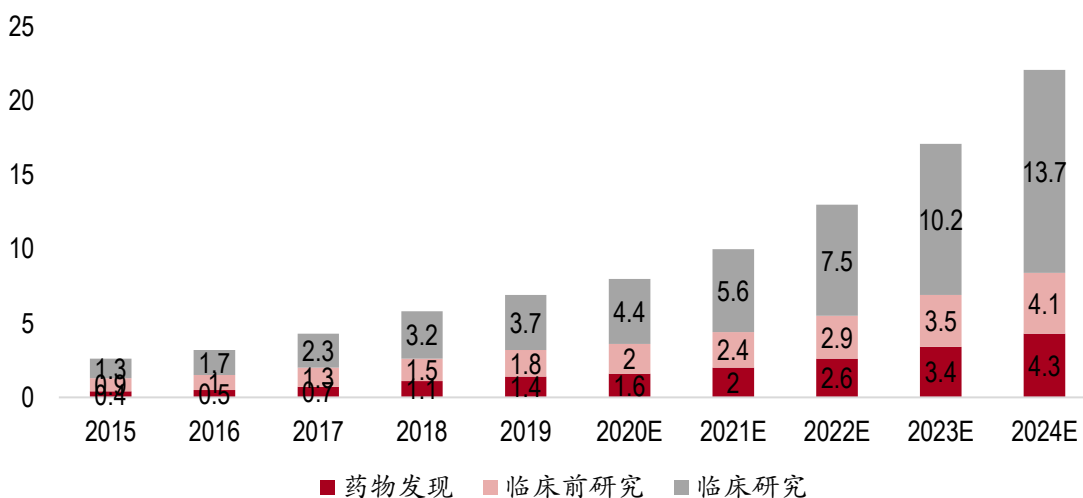
图表 16. 中国 CDMO 市场收入 (单位: 十亿人民币)



资料来源: 凯莱英H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

根据 Frost&Sullivan 数据，中国 CRO 市场收入在 2015 年至 2020 年由 26 亿人民币增长至 80 亿人民币，年复合增长率为 25.2%。中国 CRO 市场收入预期将于 2024 年达到 222 亿人民币，2020 年-2024 年年均复合增长率为 29.1%。其中，药物发现项目 2024 年预期市场收入为 43 亿人民币，临床前研究项目 2024 年预期市场收入为 41 亿人民币，临床研究项目 2024 年预期市场收入为 137 亿人民币。预期在 2020 年-2024 年间临床研究项目在市场收入中仍然占比较高，而药物发现项目增长潜力较大。

图表 17. 中国 CRO 市场收入 (单位: 十亿人民币)



资料来源: 昭衍新药H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

3、中国 CXO 企业仍然保持高景气度增长

2021 年中国 CXO 企业在业绩方面仍然表现出很高的景气度，药明康德在 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入人民币 165.2 亿元，同比增长 41%，实现归母净利润 3.56 亿人民币，同比增长 50%。在收入规模方面，药明康德已达到全球 CDMO 行业领先水平，但是业绩增长仍然保持在较高水平。康龙化成 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 35.9 亿人民币，同比增长 51%，实现归母净利润 10.4 亿人民币，同比增长 32%。凯莱英 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 29.2 亿人民币，同比增长达到 50%，实现归母净利润 6.9 亿人民币，同比增长 37%。

在 CRO 企业中，昭衍新药 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 8.6 亿人民币，同比增长 36%，实现归母净利润 2.5 亿人民币，同比增长幅度高达 110%。美迪西 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 7.9 亿人民币，同比增长 61%，实现归母净利润 1.8 亿人民币，同比增长幅度高达 142%。

图表 18. 主要 CXO 公司业绩表现 (单位: 十亿人民币)

证券简称	2020Q1-Q3 营业收入	2021Q1-Q3 营业收入	营业收入 同比变动(%)	2020Q1-Q3 归母净利润	2021Q1-Q3 归母净利润	归母净利润 同比变动(%)
药明康德	11.81	16.52	41	2.37	3.56	50
凯莱英	2.08	2.92	50	0.51	0.69	37
康龙化成	3.59	5.30	51	0.79	1.04	32
昭衍新药	0.63	0.86	36	0.12	0.25	110
美迪西	0.43	0.79	61	0.07	0.18	142
泰格医药	2.30	3.40	52	1.32	1.78	35
博济医药	0.18	0.21	22	0.02	0.03	71
博腾股份	1.49	2.03	31	0.24	0.36	51
普洛药业	5.81	6.40	9	0.63	0.76	21

资料来源: 万得, 中银证券

中国 CXO 企业在 2021 年存货水平与上年相比有显著提升。药明康德截至 2021 年 9 月 30 日存货为 45.2 亿人民币，同比增长 91%。凯莱英截至 2021 年 9 月 30 日存货为 10.08 亿人民币，同比增长 61%。康龙化成截至 2021 年 9 月 30 日存货为 5.7 亿人民币，同比增长 121%。博腾股份截至 2021 年 9 月 30 日存货水平达到 26.3 亿人民币，同比增长 55%。中国 CRO 龙头企业昭衍新药截至 2021 年 9 月 30 日存货为 6.9 亿人民币，同比增长 101%。

在合同负债方面，中国 CXO 企业也在 2021 年表现出较高的同比增长。药明康德截至 2021 年 9 月 30 日合同负债金额为 25.5 亿人民币，同比增长 99%。凯莱英截至 2021 年 9 月 30 日合同负债增长至 2 亿人民币，同比增幅高达 198%。康龙化成截至 2021 年 9 月 30 日合同负债金额为 5.7 亿人民币，同比增长 121%。博腾股份截至 2021 年 9 月 30 日合同负债金额为 6.3 亿人民币，同比增长 55%。昭衍新药截至 2021 年 9 月 30 日合同负债金额为 6.9 亿人民币，同比增长 101%。中国 CXO 企业合同负债金额在 2021 年表现出了强劲的增长，为未来业绩增长奠定了基础。

图表 19. 主要 CXO 公司存货与合同负债情况 (单位: 十亿人民币)

证券简称	2020Q3 存货	2021Q3 存货	存货水平 变动(%)	2020Q3 合同负债	2021Q3 合同负债	合同负债 变动(%)
药明康德	2.36	4.52	91	1.28	2.55	99
凯莱英	0.67	1.08	61	0.07	0.20	198
康龙化成	0.26	0.57	121	0.43	0.66	54
昭衍新药	0.34	0.69	101	0.54	1.04	92
美迪西	0.03	0.07	177	0.06	0.09	62
泰格医药	0.00	0.01	279	0.43	0.60	41
博济医药	0.10	0.14	37	0.10	0.16	58
博腾股份	0.40	0.63	55	0.03	0.03	4
普洛药业	1.03	1.15	12	0.16	0.22	42

资料来源: 万得, 中银证券

在 2021 年中国 CXO 持续进行产能建设，进行产能提升。截至 2021 年 9 月 30 日，药明康德固定资产金额为 74.3 亿人民币，同比增长幅度高达 42%，在建工程金额高达 54.5 亿人民币。凯莱英截至 2021 年 9 月 30 日固定资产达到 16.2 亿人民币，同比增长 25%，公司截至 2021 年 9 月 30 日在建工程金额为 13.4 亿人民币。康龙化成截至 2021 年 9 月 30 日固定资产为 36 亿人民币，同比增长 38%，公司截至 2021 年 9 月 30 日在建工程为 11.6 亿人民币。博腾股份截至 2021 年 9 月 30 日固定资产达到 17.1 亿人民币，同比增长 36%。

图表 20. 主要 CXO 公司固定资产与在建工程情况 (单位: 十亿人民币)

证券简称	2020Q3 固定资产	2021Q3 固定资产	固定资产 变动(%)	2020Q3 在建工程	2021Q3 在建工程
药明康德	5.23	7.43	42	25.36	5.44
凯莱英	1.29	1.62	25	5.93	1.34
康龙化成	2.61	3.60	38	5.28	1.16
昭衍新药	0.44	0.45	2	0.35	0.09
美迪西	0.31	0.38	22	0.00	0.11
泰格医药	0.32	0.44	37	0.00	0.16
博济医药	0.18	0.19	6	0.03	0.01
博腾股份	1.26	1.71	36	1.87	0.21
普洛药业	1.78	1.76	(1)	1.74	0.50

资料来源: 万得, 中银证券

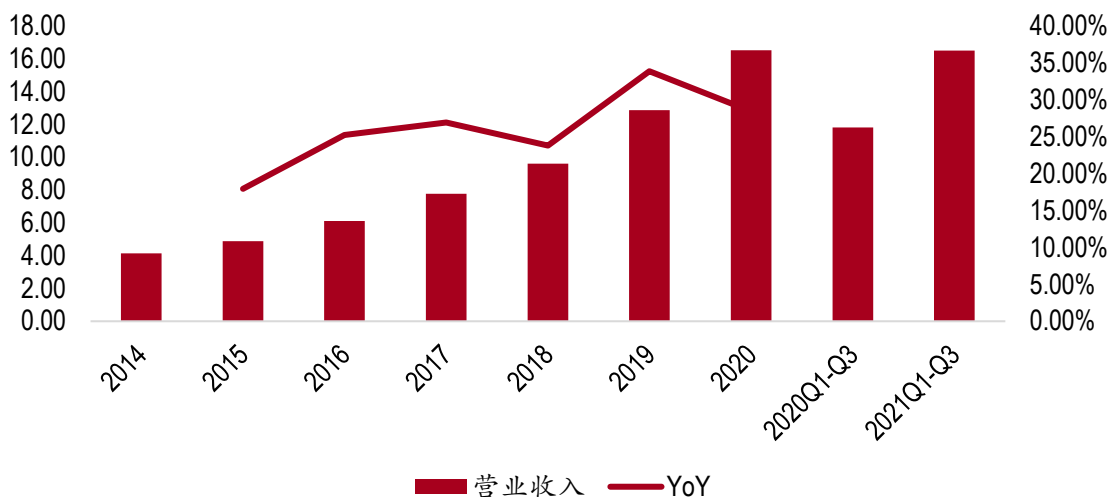
4、龙头 CDMO 保持持续增长，积极进行产能拓展

中国龙头 CXO 企业药明康德营业收入自 2015 年以来保持增长趋势，且 2016 后每年营业收入增幅均在 20% 以上。2021 年 Q1-Q3 公司实现营业收入人民币 165.2 亿人民币，同比增长幅度高达 41%。在利润端增长方面，药明康德业绩也表现出优秀的成长性，公司运营活动相关税后净利润自 2015 年以来持续增长，在 2015 年至 2020 年由 4 亿人民币增长至 27.7 亿人民币，年均复合增长率高达 62.2%。公司 2021 年 Q1-Q3 实现运营活动相关税后净利润 28.7 亿人民币，同比增长 46.4%。

药明康德在内生建设方面继续在全球范围内加强能力和规模的建设。2021 年上半年，公司子公司合全药业宣布在美国特拉华州建设制剂和原料药生产基地，预计将于 2024 年正式投入运营，子公司药明生基于上海临港的细胞治疗及基因产品的研发生产基地开始动工建设，设计产能 15,300 平米，可向全球客户提供从菌种建库、工艺开发、研究级质粒生产到 GMP 级质粒生产的全方位、一体化定制服务。

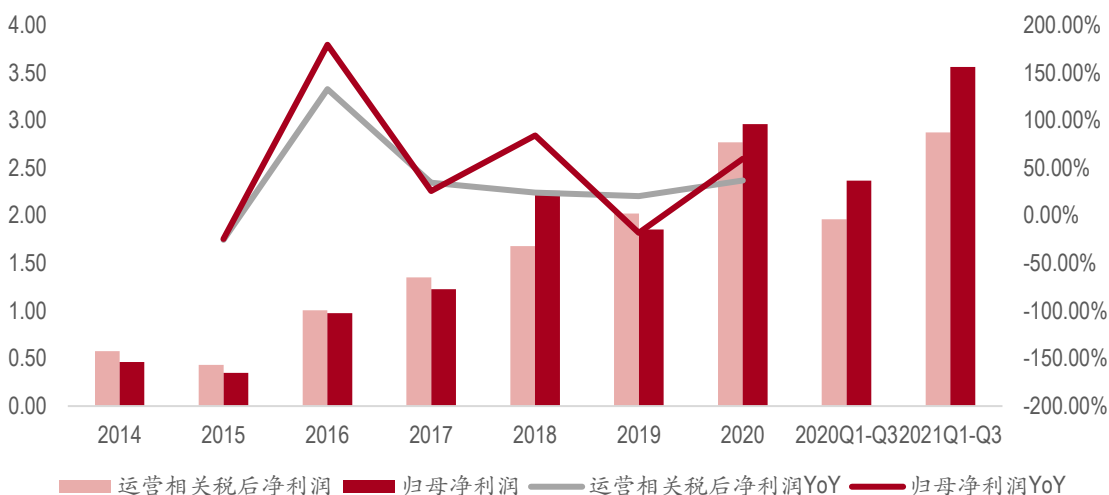
在人员团队建设方面，截至 2021H1 期末公司共拥有 28,542 名员工，其中 9,179 名获得硕士或以上学位，1,149 名获得博士或同等学位。2020 年期末公司共拥有 26,411 名员工，公司 2021H1 相比上年年末团队人数增加 8%。

图表 21. 药明康德收入端业绩情况 (单位: 十亿人民币)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 22. 药明康德收入端业绩情况 (单位: 十亿人民币)



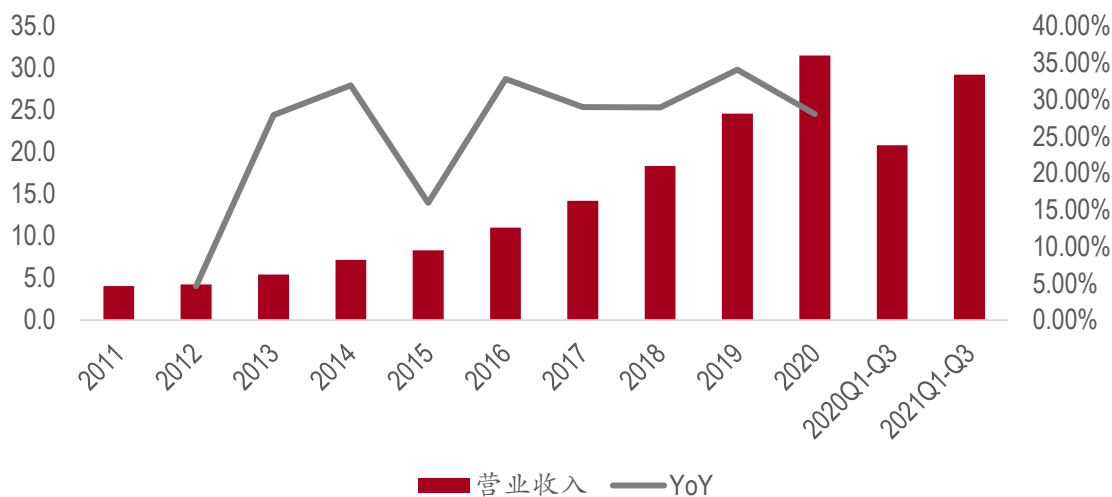
资料来源: 万得, 中银证券

凯莱英营业收入在 2015 年至 2020 年间由 8.3 亿人民币增长至 31.5 亿人民币, 四年内年均复合增长率为 39%。凯莱英 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 29.2 亿人民币, 同比增长达到 50%。在利润端, 公司归母净利润自 2013 年以来保持稳定增长。在 2015 年-2020 年间, 公司归母净利润由 1.53 亿人民币增长至 7.02 亿人民币, 年均复合增长率为 46.4%。2021 年 Q1-Q3 公司仍保持利润端高速增长, 实现归母净利润 6.9 亿人民币, 同比增长 37%。公司订单量也保持强劲增长, 截至 2021H1 期末公司尚未完成的订单量为 6.72 亿美元。

公司产能扩张持续进行, 2020 年年末公司反应釜体积超过 2800 立方米, 而 2021 年 H1 期末公司反应釜体积超过 3000 立方米。公司预期于 2021 年下半年继续进行产能释放, 预计在天津、敦化等地区释放产能 1,390m³, 按照敦化、镇江基地的工程计划进度预计将于 2022 年新增产能 1,500m³。在制剂方面, 公司新建喷雾干燥车间已投入使用, 有机溶剂处理量每年可以达到 200 吨, 已成功完成多个项目生产。新建热熔挤出技术平台, 预计 2021 年 9 月初投入使用, 可帮助客户解决难溶性药物的增溶。滴眼液车间投入 GMP 使用, 年产能可以达到 1000 万支。生物合成技术板块具备了 5000L 的 GMP 级别生产能力。

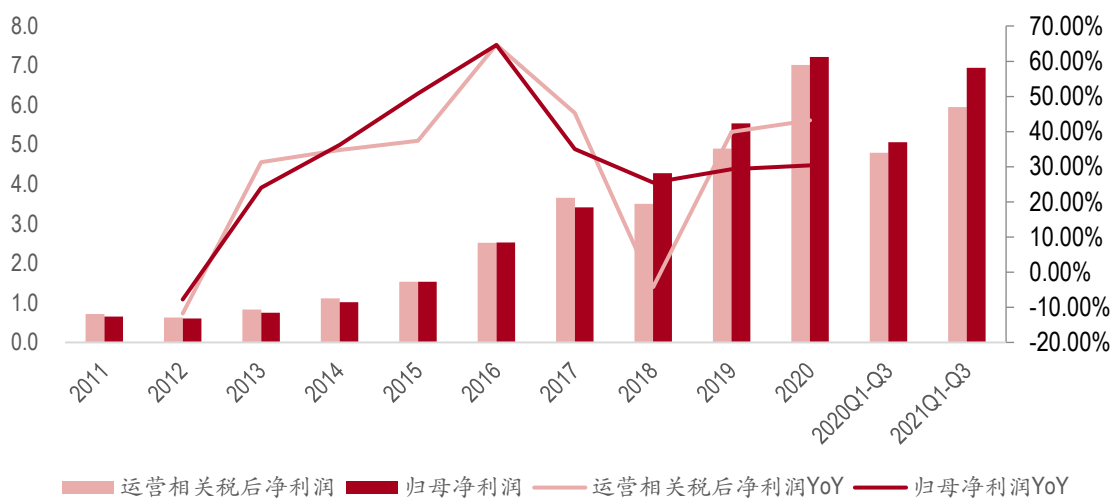
在人才团队建设方面，公司截至 2021 年 6 月 30 日拥有员工超过 5,600 人，其中研发及分析人员超过 2,600 人。2021 年上半年，公司共引进博士人才 31 人，硕士人才 165 人。

图表 23. 凯莱英收入端业绩情况 (单位: 亿人民币)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 24. 凯莱英利润端业绩情况 (单位: 亿人民币)



资料来源: 万得, 中银证券

博腾股份近年业绩表现出优秀得成长性，营业收入在 2018 年至 2020 年由 11.8 亿人民币增长至 20.7 亿人民币，年复合增长率达到 32.5%。公司在 2021 年依然保持了较高的业绩增速，实现营业收入 20.3 亿人民币，同比增长幅度为 31%，实现归母净利润 3.6 亿人民币，同比增长幅度高达 51%。近期，公司大订单落地，合计达 2.17 亿美元，该订单将在 21-22 年交付。

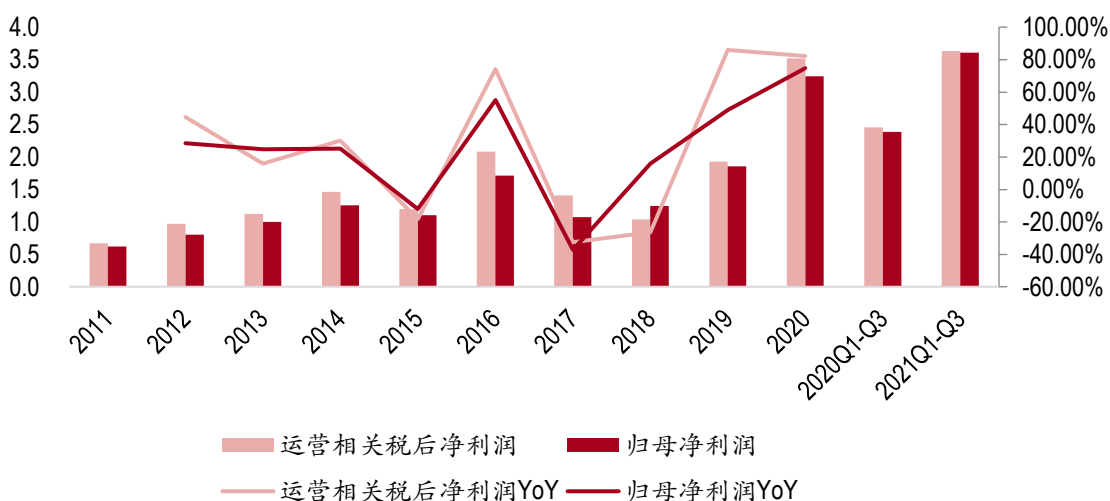
2021 年上半年，公司团队能力和规模再上新台阶，截至 2021H1 期末公司全球团队已发展至 3,054 人，较 2020 年底增加 419 人，较 2020 年同期末增加 681 人。研发技术人员规模从 2020 年底的 714 人增加至 909 人，研发技术人员占比已达 30%

图表 25. 博腾股份收入端业绩情况 (单位: 亿人民币)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 26. 博腾股份利润端业绩情况 (单位: 亿人民币)



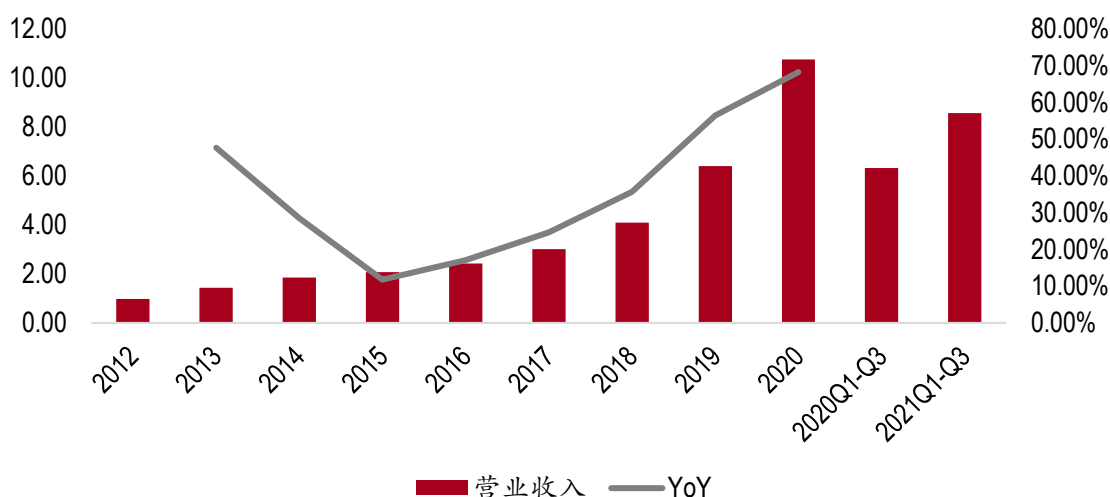
资料来源: 万得, 中银证券

昭衍新药营业收入自 2013 年以来保持稳定增长, 并在近年实现加速增长。公司 2020 年营业收入增速达到 68%, 归母净利润增幅高达 77%。2021 年昭衍新药业绩持续增长, 公司 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 8.6 亿人民币, 同比增长 36%, 实现归母净利润 2.5 亿人民币, 同比增长幅度高达 110%。

公司在产能建设方面持续进行推进, 并积极进行实验动物基地布局。昭衍 (苏州) 于 2021 年启动约 7,500 平米的动物房装修工程预计年底前可投入使用。昭衍 (苏州) 开始进行 II 期工程的扩充建设工作, 共计划增加建筑面积约 25,000 平米, 计划 2021 年下半年开始动工, 新建设施仍以动物饲养管理为主。昭衍新药广州项目于 2021 年 9 月正式开工兴建。该项目计划建设总面积为 8 万平方米的设施, 包括动物房及配套实验室。梧州实验动物基地在有序建设中, 包括养殖区猴舍 54 栋、厂区办公楼 1 栋、饲料间一栋共 56 栋生产用房已全部完成主体工程并已通过主体验收, 目前正在进行装饰装修工程、机电安装工程、室外工程施工等。公司已在广西梧州计划新增非人灵长类繁殖基地 565 亩用于开工建设具备 1.5 万只饲养能力的灵长类动物设施。

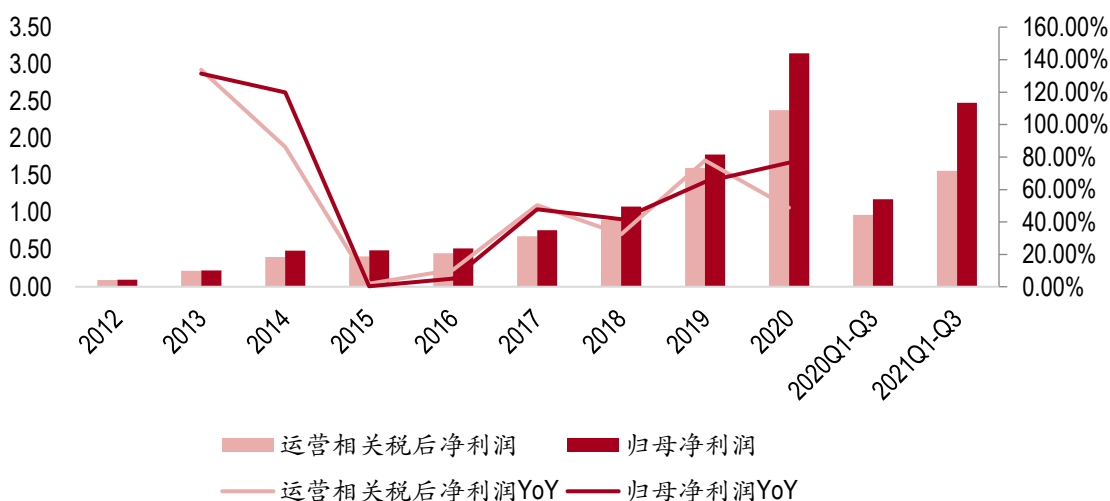
在人才团队建设方面, 公司持续加强人才引进, 人员规模稳定增长, 截至 2021 年 H1 期末已形成了近 1600 人的规模化人才队伍, 可以同时开展近千个试验项目。公司于 2020 年 12 月 31 日, 公司团队规模接近 1500 人, 2021 年 H1 期间公司人才团队扩容 100 人左右。

图表 27. 昭衍新药收入端业绩情况 (单位: 亿人民币)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 28. 昭衍新药利润端业绩情况 (单位: 亿人民币)



资料来源: 万得, 中银证券

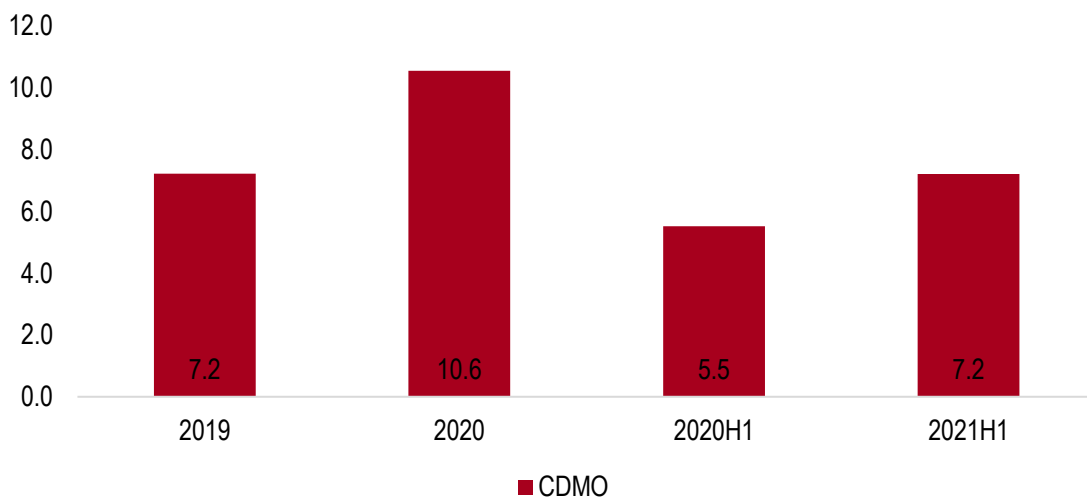
5、原料药企业积极加强 CDMO 业务布局, CDMO 业务表现亮眼

普洛药业为一家集研究、开发、生产原料药、制剂、医药中间体的大型综合性制药企业, 近年公司对 CDMO 板块战略布局的持续加大, 可为客户提供从产品工艺开发、生产定制及全球申报等方面的“一站式”定制研发生产服务。

公司 2021 年 H1 期间 CDMO 业务实现营业收入 7.21 亿人民币, 同比增长 30.65%。在 2021H1 期间, 公司 CDMO 客户总数同比增长 51.0%, 报价项目达到 355 个, 同比增加 157%。公司从“起始原料药+注册中间体”到“注册中间体+API”的转型升级策略取得显著成果, 目前, 公司已与国内 126 家创新药企业签订保密协议, 并与超过 30 家国内创新公司开展了业务合作, 上半年已签订多个吨级规模订单。

公司 CDMO 上海研发中心主要做前期的项目, 目前有 130 人左右, 2024 年计划达到 500 人左右。公司在上海原有 2,700 平米实验大楼的基础上, 新增了一栋 3,700 平米的实验大楼, 新增大楼预计将于今年下半年投入使用。横店研发中心主要做后期及商业化项目, 目前有 120 人左右。新建的第二栋 8,000 平方米的 CDMO 研发大楼预计于明年投入使用, 团队来计划扩充到 500 人。新建 CDMO 多功能车间(二)计划明年下半年投入使用, 总共有 14 个单元区, 可以满足 CDMO 项目快速切换要求。

图表 29. 普洛药业 CDMO 业务业绩情况 (单位: 亿人民币)



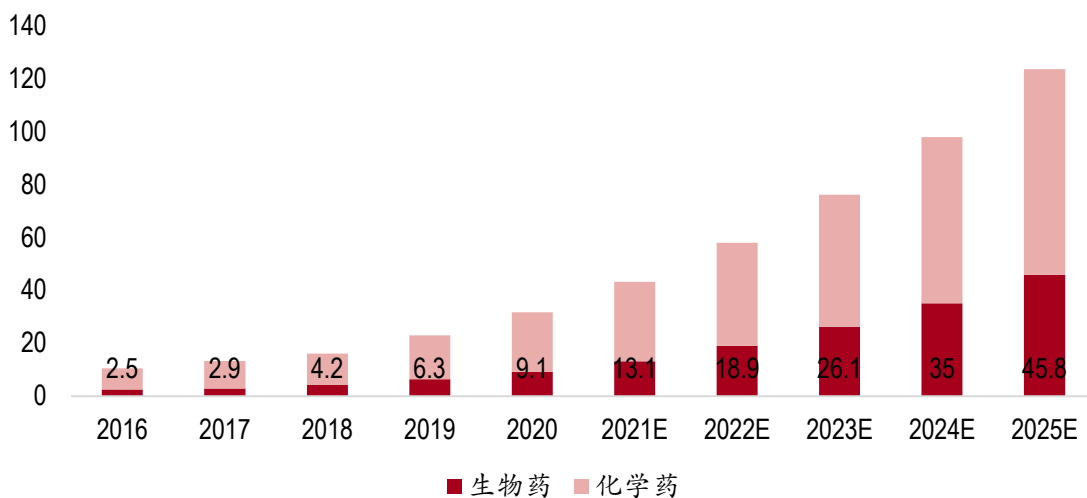
资料来源: 普洛药业年报, 中银证券

九洲药业集研发、生产、销售医药原料药及中间体为一体, 主要产品类别包括专利原料药及中间体合同定制研发及生产业务(CDMO)、特色原料药及中间体业务(API)。公司持续加大 CDMO 业务板块布局, 深耕小分子 CDMO 业务, 提升全球 CDMO 研发生产服务承接能力。公司全球客户项目持续增加, 早期项目池迅速扩大, 漏斗形项目管线持续向后端转化, 持续提高盈利能力。公司 2021 年 H1 期间 CDMO 业务实现营业收入 10.23 亿人民币, 在收入中占比以达到 54.8%。

6、生物药 CDMO 需求方兴未艾, 龙头 CDMO 积极进行生物 CDMO 领域布局

根据 Frost&Sullivan 数据, 中国生物药 CDMO 市场增长潜力较大。中国生物药 CDMO 预期 2021 年市场收入为 131 亿人民币, 2016 年至 2021 年年均复合增长率高达 39.3%, 高于中国整体 CDMO 行业市场收入增长速度。预期 2021 年-2025 年中国生物药 CDMO 市场年均复合增长率为 36.7%, 中国生物药 CDMO 市场收入预期于 2025 年达到 458 亿人民币。目前中国 CDMO 企业除药明生物外, 在生物药 CDMO 业务产能方面仍然规模较小, 与海外龙头企业仍有较大差距。

图表 30. 中国 CDMO 市场收入 (单位: 十亿人民币)



资料来源: 凯莱英H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券, 中银证券

目前中国收入规模较大的 CDMO 企业中，大部分 CDMO 企业仍以化学小分子 CDMO 业务为主，但是龙头公司已经开始在生物药 CDMO 业务上进行布局，进行业务拓展。

博腾股份在生物 CDMO 服务方面目前已搭建质粒 CDMO 平台、病毒载体 CDMO 平台与细胞治疗 CDMO 平台。公司基因细胞治疗 CDMO 服务主要由二级控股子公司苏州博腾承接，2020 年苏州博腾位于苏州腾飞创新园的研发中心及临床生产基地已投入使用。2021 年上半年，苏州博腾在品牌推广、市场开拓、硬件设施建设、技术平台能力建设、项目交付、团队扩充等方面持续开展各项工作，获得 9 个新项目订单，涉及金额约 5.47 千万人民币。2021 年 5 月，苏州博腾与南凯地生物达成战略合作，苏州博腾将作为独家 CDMO 合作伙伴为凯地生物提供多个 CAR-T 项目的 CMC 研究开发服务，包括质粒、病毒载体和 CAR-T 细胞的工艺开发与生产及 CMC 部分的 IND 注册申报支持等服务。

图表 31. 博腾股份生物 CDMO 服务平台

生物 CDMO 服务		
质粒 CDMO 平台	病毒载体 CDMO 平台	细胞治疗 CDMO 平台
<ul style="list-style-type: none"> □ 质粒构建 □ 菌种库建立和检定 □ 工艺开发和优化 □ 研究级别质粒、GMP-like 质粒制备和 GMP 级质粒生产 □ 分析方法开发和验证 □ QC 检测及放行 □ 稳定性研究 □ IND 申报相关资料支持 	<ul style="list-style-type: none"> □ 慢病毒，腺病毒，腺相关病毒 □ 细胞库建立和检定 □ 工艺开发和优化 □ 研究级病毒，GMP-like 病毒制备和 GMP 病毒生产 □ 分析方法开发和验证 □ QC 检测及放行 □ 稳定性研究 □ IND 申报相关资料支持 	<ul style="list-style-type: none"> □ Car-T, TCR-T, Car-NK, DC, iPSCs 等 □ 工艺开发和优化 □ 研究者发起临床样品制备 □ GMP 标准细胞治疗产品生产 □ 分析方法开发和验证 □ QC 检测及放行 □ 稳定性研究 □ BSL-2 □ IND 申报相关资料支持

资料来源：博腾股份半年报，中银证券

康龙化成自 2019 年开始布局大分子和细胞与基因治疗服务：大分子药物发现服务包括大分子药物质粒设计、细胞筛选、目标大分子表达和纯化、目标大分子分析方法的开发及其对品的分析鉴定，主要服务于研发早期阶段课题对细胞及蛋白包括单抗的各类需求；细胞与基因治疗实验室服务包括各类蛋白、细胞分析方法的开发及验证、各类 DNA 及 RNA 分析方法的开发及验证，细胞与基因产品的活性、毒性、组织分布、病毒扩散分析以及细胞与基因产品的定量分析，能够满足细胞与基因产品在临床前和临床开发以及上市阶段对分析方法的特殊要求（包括对 GLP/GCP/GMP 法规的遵循）；细胞与基因治疗开发与生产服务（CDMO）包括含治疗基因的质粒合成、细胞系开发、细胞库建立、生产工艺开发及优化、制剂工艺优化、产品放大量生产、分析方法开发及其验证、产品相关杂质鉴定和分析、稳定性评估、产品分析鉴定及其 GMP 批次放行等，涵盖细胞与基因治疗产品工艺开发及其 cGMP 生产的全流程的全套 CDMO 服务，以支持细胞与基因产品的临床前安全性评价、临床试验一期、二期、三期以及上市后产品生命周期管理的需求。该等服务拥有英国药监机构 MHRA 的生物药生产许可证。

康龙化成在大分子药物 CDMO 方面加快大分子药物 CDMO 平台的建设，杭州湾第二园区一期项目将作为公司大分子药物开发和生产服务基地（近 70,000 平方米），项目完成后将能提供细胞株与细胞培养工艺、上下游生产工艺、制剂处方和灌装生产工艺以及分析方法的开发服务，同时提供 200L 到 2000L 规模的中试至商业化阶段的原液及制剂生产服务。

凯莱英战略布局生物药 CDMO 服务，位于上海金山的生物大分子研发生产中心已于 2019 年启动，公司持续引入具有丰富行业经验和技術能力的人才团队，完成生物药 CDMO 服务平台的搭建工作。目前该平台可提供 ADC 药物生物活性细胞毒素药物部分的研发生产服务；可为一系列重组 DNA (rDNA) 产品提供一站式 CMC 服务，包括单克隆抗体 (mAb) 及其他生物制品，拥有单抗的千克级原液生产能力；在 mRNA 分子的临床开发及商业化生产阶段为客户提供综合 CDMO 服务，涵盖体外 mRNA 转录以及酶修饰和合成，可以提供可靠的 cGMP 等级 mRNA 药品生产服务以及 cGMP 级关键原材料，包括 DNA 模板、mRNA 合成及修饰的酶集群，以及 mRNA 药物的其他主要成分。

7、板块展望

中国 CXO 行业景气度并未衰减，CXO 企业 2021 年业绩与存货水平均实现同比增长，预期明年业绩将保持高景气度。中国 CXO 市场规模仍处于增长阶段，龙头 CXO 目前仍在进行产能扩张，持续提高服务能力。市场对于生物 CDMO 服务的需求方兴未艾，龙头 CXO 积极在新兴业务方面进行拓展，为长期业绩增长奠定基础。

疫苗：新冠疫苗强势放量，后疫情时代疫苗关注度持续提升

新冠疫情带来巨量市场，疫苗需求仍将持续

2020年初，新型冠状病毒（SARS-CoV-2）出现，并迅速在全球范围内传播。根据OWID数据，2021年年初，全球确诊病例约8420万人，截至2021年10月下旬，全球确诊病例已达2.44亿人，且目前仍未出现平息的趋势。全球新冠病例新增确诊数呈现波浪趋势，2021年初为本年度第一个波峰，此后4月、8月再次出现2个高峰，并于11月下旬再次出现向上的趋势。

新冠病毒有几大特点：

- 一、与世纪初的SARS病毒相比，新型冠状病毒更为顽强，几乎不受气候温度的影响；
- 二、病毒感染能力强，病毒载量高，极易传播，以致于抗体甚至无法及时瘫痪其传染结构；
- 三、由于新冠病毒基因组不稳定，易产生突变，因此更有可能发生免疫突破，对于建立全球的免疫屏障带来了挑战。

为了应对来势汹汹的病毒，全世界加快了疫苗的研发，并且以前所未有的速度研制出多种新冠疫苗。新冠疫苗根据技术路线可分为4大类：核酸疫苗（mRNA疫苗/DNA疫苗）、病毒载体疫苗、灭活疫苗、重组蛋白疫苗。其中，新兴技术路线mRNA疫苗表现十分亮眼，全球临床表现最好的2款疫苗（BNT162b2、mRNA-1273）均采用了这一技术路线，而在此之前，未有mRNA疫苗上市获批。除此之外，阿斯利康（ChAdOx1-S）、强生（Ad26.CoV2-S）、康希诺（Ad5-nCoV）、卫星V（Sputnik-V）组成了病毒载体技术路线的阵营。而国药、科兴则是灭活疫苗中的佼佼者，为数以亿计的发展中国家居民提供了保障。重组蛋白疫苗中，智飞生物的新冠疫苗是仅有的已在用的疫苗，诺瓦瓦克斯的重组蛋白疫苗尚未投入使用但在临床实验中展现了优秀的抗体诱导水平。

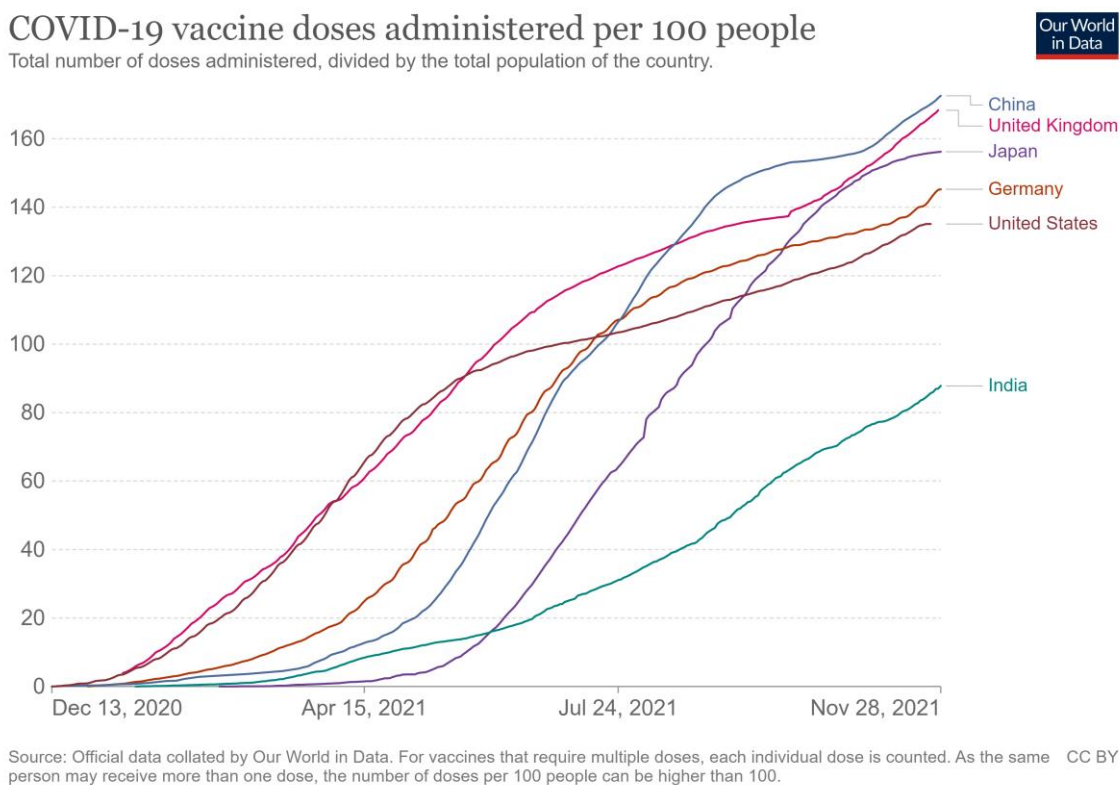
图表 32. 部分新冠疫苗产品或在研管线

上市/EUA	疫苗代号	研发厂商	技术路线	WHO 认证
是	BNT162b2	BioNTech/辉瑞/复星	mRNA	是
是	mRNA-1273	Moderna/NIAID	mRNA	是
是	ChAdOx-S	阿斯利康/牛津大学	腺病毒载体	是
是	Ad26.CoV2-S	强生	腺病毒载体	是
是	Ad5-nCoV	康希诺	腺病毒载体	否
是	Sputnik-V	加玛利亚-俄罗斯	腺病毒载体	否
是	BBIBP-Cov	国药	灭活	是
是	CoronaVac	科兴中维	灭活	是
是	KCONVAC	康泰生物	灭活	否
是	ZF2001	智飞生物	重组蛋白	否
临床实验	NVX-CoV2373	Novavax	重组蛋白	否
临床实验	ARCov	沃森/艾博/中科院	mRNA	否

资料来源：WHO，各公司官网，中银证券

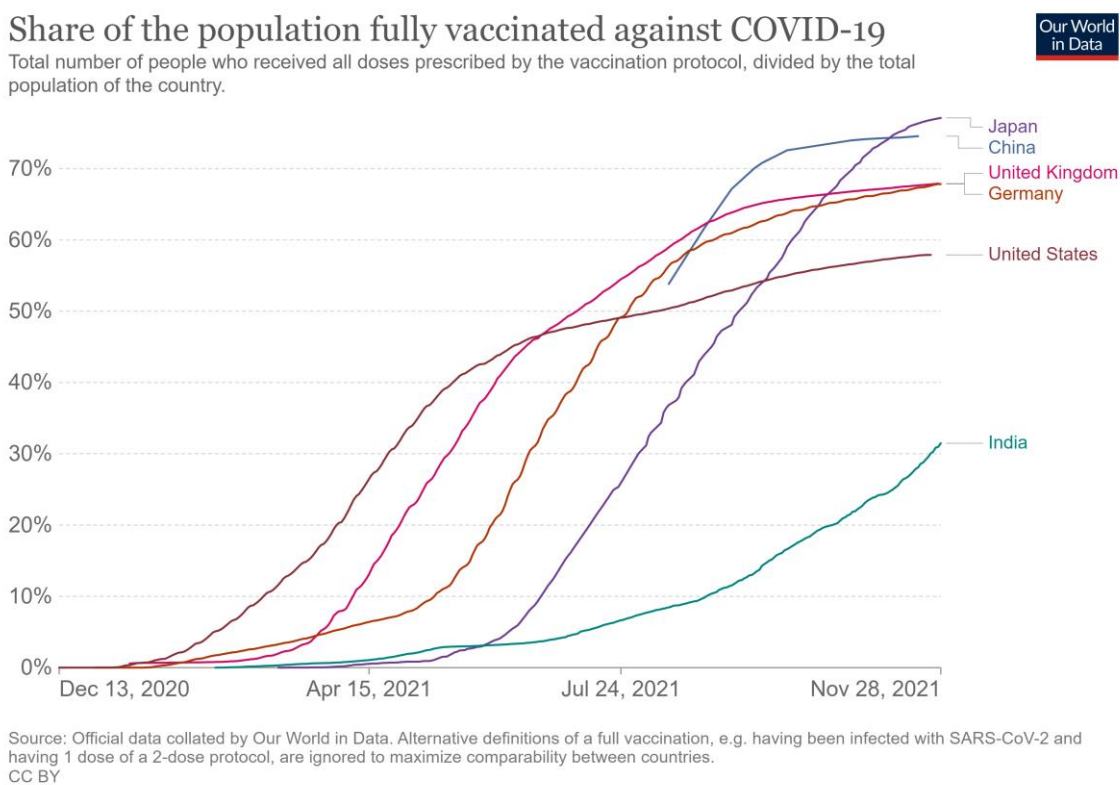
新冠疫苗接种率主要受两大原因限制：产能、接种意愿。由于新冠疫情爆发迅速，全球疫苗产能并不足以在短时间内完全满足全球上百亿剂次的疫苗生产需求。根据世界银行数据，全球人口约77.95亿人，若建立起全球范围内的免疫屏障需要达到70%的接种率，则有54.6亿人需要完成完整的免疫程序。截至2021年11月28日，全球完成完整免疫程序的人数为33.8亿人，仍旧有20.8亿人的缺口。除此之外，部分此前已完成接种的人群体内的针对新冠病毒的特异免疫已随时间而衰减至较低水平，以致于感染风险增大。影响新冠疫苗接种率提升的另一大原因是接种意愿。由于部分海外国家民众对于疫苗存在偏见和认知缺陷，因此产生抗拒疫苗的心理，导致海外接种率在到达一定水平后难以继续提升。以美国为例，截至2021年11月24日，美国总接种剂次数为4.5445亿，完成主要免疫程序的人数为1.9467亿人，占总人口的57.88%。而早在2021年8月1日，完成主要免疫的人数就已达1.6667亿人，占总人口的49.56%。根据下图可以看出，美国的完成完整免疫的人群占比在达到一定水平后，提升速度非常缓慢。

图表 33. 各国每百人新冠疫苗接种剂次



资料来源: OWID, 中银证券

图表 34. 各国新冠疫苗主要免疫程序完成率



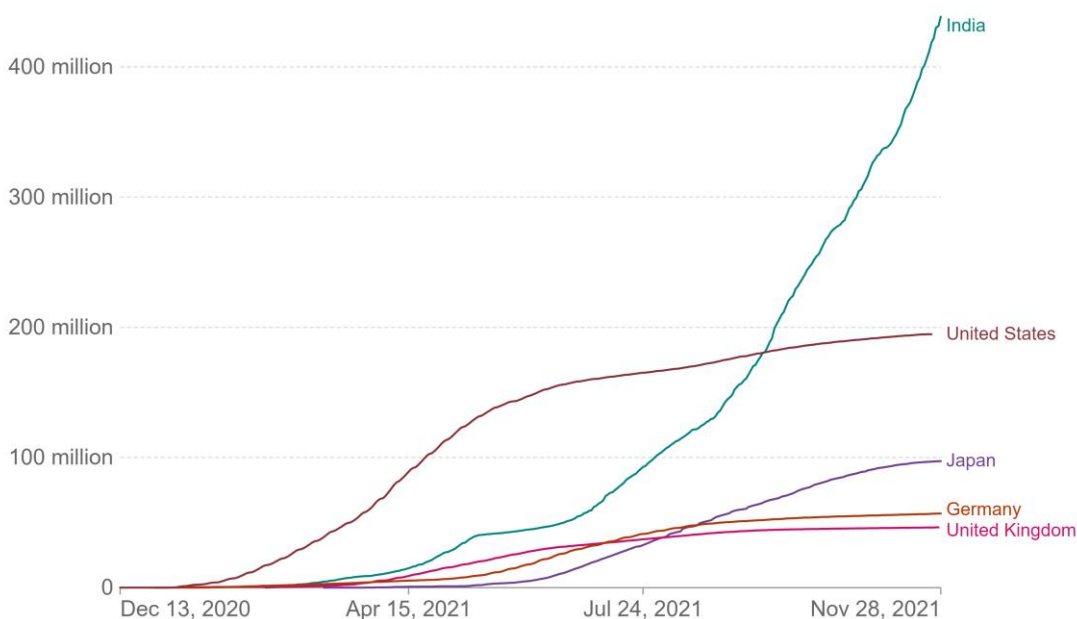
资料来源: OWID, 中银证券

图表 35. 各国完成主要免疫程序人数

Number of people fully vaccinated against COVID-19

Total number of people who received all doses prescribed by the vaccination protocol.

Our World in Data



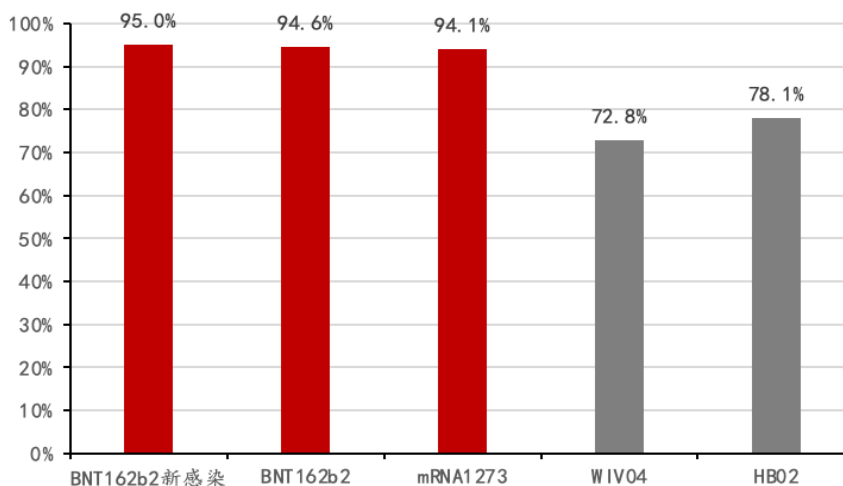
Source: Official data collated by Our World in Data. Alternative definitions of a full vaccination, e.g. having been infected with SARS-CoV-2 and having 1 dose of a 2-dose protocol, are ignored to maximize comparability between countries.
CC BY

资料来源: OWID, 中银证券

mRNA 技术路线在本次疫情中大放异彩, 临床 III 期显示保护率接近 95%, 并且在真实世界中也显示出优于其他技术路线的有效性。已上市或获得 EUA 的产品分别是 Moderna 的 mRNA-1273 和 BioNTech 的 BNT162b2。2021 年前三季度, BioNTech/辉瑞实现约 26 亿剂新冠 mRNA 疫苗生产, 约 20 亿剂已分发, 实现营业收入 155.99 亿美元, 同比增长 9721.67%, 净利润 82.68 亿美元, 同比增长 2466.98%。Moderna 实现新冠疫苗销售 5.1 亿剂, 对应销售额约 107 亿美元。辉瑞预测 2022 年, 公司将能够向市场供应约 40 亿剂新冠 mRNA 疫苗。

mRNA 疫苗能够诱导高水平的体液免疫和细胞免疫。相较于灭活疫苗和重组蛋白疫苗, mRNA 疫苗诱导额外的细胞免疫, 能够及时清除被感染细胞。相较于病毒载体疫苗, mRNA 疫苗递送系统不具有免疫原性, 因此具有最为优秀的有效性。

图表 36. mRNA 疫苗与灭活疫苗有效保护率对比



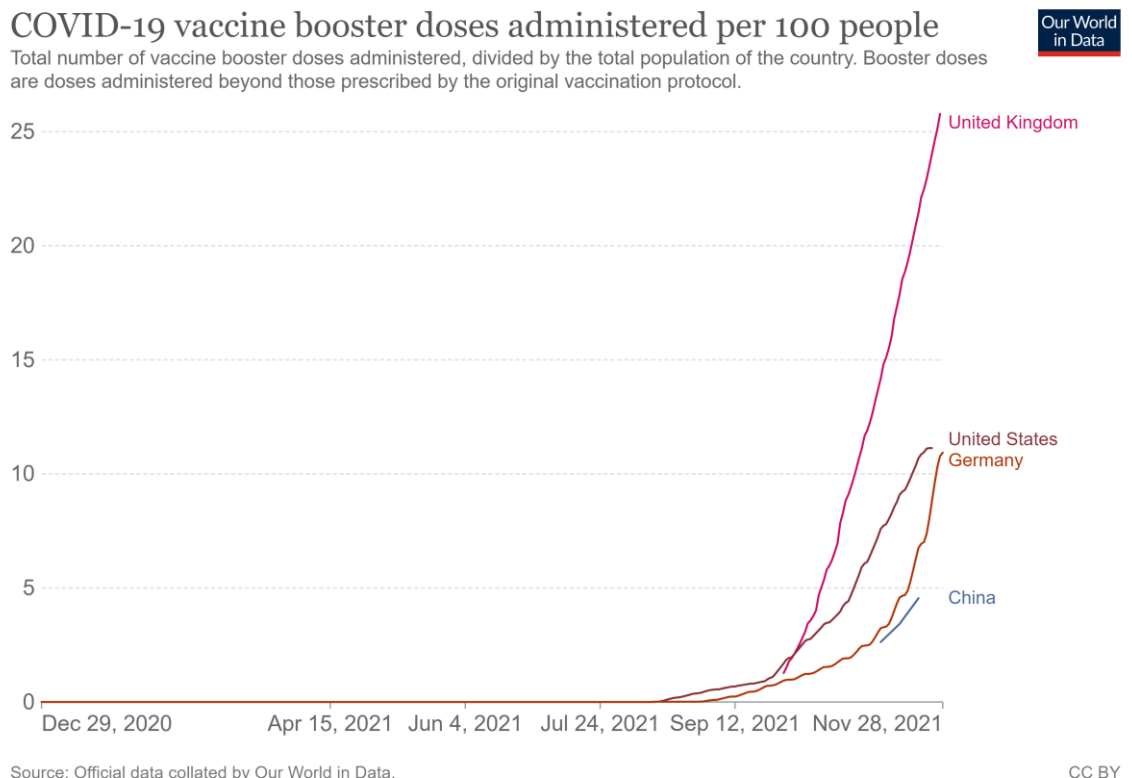
资料来源: FDA, JAMA, 中银证券

随疫苗效力衰减，国内加强针需求确定性提升。我国在本次疫情期间展现了教科书式的疫情控制能力。作为全球人口第一大国，我国在2020年疫情初期经历了突然爆发，此后再未出现大规模爆发的情况。强有力且高效的行政手段（包括行政机构，医疗机构），辅以疫苗初步建立的免疫屏障是我国疫情控制的两大法宝。我国疫苗接种率及每百人接种剂次，均为世界前列。但是，与新冠病毒的斗争远未结束。首先，疫苗效力随时间下降，Lancet刊登的一项在美国开展的研究显示，此前表现优秀的BNT162b2在5个月后保护率降至47%，已不及WHO建议的50%的水平。而BNT162b2是能够诱导出最高中和抗体滴度的疫苗之一，同时也是能够激活细胞免疫的疫苗之一，因此BNT162b2的保护率及保护周期应可以高效疫苗作为参考。同时，病毒变异不断削弱免疫屏障。目前我国及全球其他国家所采用的疫苗几乎都是以第一代新冠病毒（野生型）作为目标进行研发。当病毒变异后，疫苗激活的特异免疫可能无法有效识别病毒变异株，造成免疫突破或免疫逃逸。加强针能够重新激活特异免疫，大幅提升抗体水平。在时间与变异的双重威胁下，加强针的必要性正在逐渐提升。

病毒变异带来免疫突破风险，高效疫苗需求确定性提升。新冠病毒传染人数越多，出现新型变异株的概率越高。因此，新冠疫苗除防重症或死亡外，还应尽量降低感染人数，减缓病毒变异速度，为提高全球疫苗接种率，建立免疫屏障争取时间窗口。因此，高效疫苗的重要性与日俱增。

目前WHO将5种变异株列入Variant of concern (VOC) 名单：Alpha（英国）、Beta（南非）、Delta（印度）、Gamma（日本/巴西）、Omicron（南非）。其中，Omicron为最新发现的一种，其在南非病例中出现比率激增。由于其变异位点众多，因此理论分析得出现有疫苗及中和抗体对此变异株的效力会出现下降，新冠小分子药物仍然有效。事实情况目前仍需监测观察。

图表 37. 各国每百人新冠疫苗接种剂次



资料来源：OWID，中银证券

加强针接种应在主要免疫程序后至少 6 个月，加强针需求可能集中于 2022Q1 及 Q2 前期出现。根据 BNT162b2 的数据，新冠疫苗作为主要免疫程序的保护周期应在 6 个月左右，与各国卫生部门给出的加强针指引相呼应。我国目前的加强针接种政策建议完成主要免疫程序后至少 6 个月再进行加强针接种，美国 CDC 及 FDA 同样建议接种了 BNT162b2 的人群在至少 6 个月后再考虑进行加强。值得注意的是，加强针对接种时点的要求并不严苛，6 个月后的任意时点接种均能够有效提升免疫力。

国内新冠疫苗作为主要免疫程序的接种高峰约为 2021 年 5 月中旬至 8 月下旬。根据国家卫健委通报，4-9 月，我国（不包括港澳台地区）单月接种新冠疫苗剂次分别为：1.44 亿、4.12 亿、5.82 亿、4.05 亿、4.07 亿、1.36 亿，4-9 月总计 20.86 亿剂次。从完成完整免疫程序的人数来看，截至 2021 年 6 月 10 日，完成主要免疫程序的人数约为 2.233 亿人；9 月 6 日，9.697 亿人；10 月 23 日，10.676 亿人。因此，按照 6-8 个月间隔测算，2022 年 2 月前，加强针市场需求对应约 2.23 亿剂次，2-5 月对应约 7.46 亿剂次，5-7 月对应约 1 亿剂次。

新冠疫苗挤压其他疫苗接种，2022 年有望逐步恢复增长

2021 年我国疫苗接种资源主要集中于新冠疫苗的接种工作上，导致其他疫苗接种量受到挤压，尤其是二类苗。主要原因在于大部分疫苗接种需要间隔 2 周以上的间隔，并且有疫苗施打资质的医护人员均分配于新冠疫苗的施打上。

新冠疫苗全面接种的高峰开始于 2021 年 5 月。在此之前，2021 年 1-4 月，疫苗合计批签发数量 1.54 亿支，同比下降 17.04%，其中一类疫苗批签发 7,672.34 万支，同比下降 37.69%，二类疫苗批签发 7,715.40 万支，同比增长 23.73%。

由于自 2021 年 4 月 19 日，中国食品药品检定研究院不再公布生物制品每批次的批签发量，因此仅能收集公司公告数据及批签发批次数。国内 13 价肺炎结合疫苗 2021 年 1-4 月获批签发 33 批次，4-9 月获 37 批次。23 价肺炎疫苗 1-4 月获批签发 35 批次，4-9 月获 22 批次。A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗 1-4 月获批签发 114 批次，4-9 月获 163 批次。A 群 C 群 Y 群 W135 群脑膜炎球菌结合疫苗 1-4 月获批签发 24 批次，4-9 月获 21 批次。

从个别公布了 2021 年半年及第三季度批签发量的公司业绩报告中，可以看到多个品种疫苗批签发量出现了同比下滑。沃森生物三季报显示，公司 hib 疫苗批签发量同比下滑 20.75%，ACYW135 疫苗批签发量同比下滑 62.67%，23 价肺炎疫苗批签发量同比下滑 57.53%。智飞生物半年度显示，公司代理的 4 价 HPV 疫苗批签发量同比下滑 16.88%，9 价 HPV 疫苗批签发量同比下滑 10.18%。

后新冠时期，健康意识提升+消费升级有望推动疫苗市场发展

新冠疫情使社会的健康意识得到提升，同时也让人们对于疫苗的了解进一步加深。

在新冠疫情前，我国的疫苗行业已处于高速增长的通道中。

肺炎疫苗：23 价肺炎疫苗 2021 年获批签发厂商共 5 家，分别为成都生物、沃森生物、民海、科兴、Merck。2020 年 23 价肺炎疫苗全国批签发量达 1739.33 万支，同比增长 83.68%，3 年 CAGR 约为 49.01%，5 年 CAGR 约为 21.98%。**13 价肺炎结合疫苗** 2021 年获批签发厂商共 2 家，分别为 Pfizer（辉瑞）和沃森生物，康泰生物也于 2021 年获得上市许可，有望在 2022 年开始贡献营收和利润。2020 年 13 价肺炎结合疫苗全国批签发量为 1088.86 万支，同比增长 129.02%，自 2017 年进入中国市场以来 3 年 CAGR 约为 147.82%。

宫颈癌疫苗 (HPV 疫苗)：2 价 HPV 疫苗 2021 年获批签发厂商 2 家，分别为万泰生物和 GSK (葛兰素史克)，沃森生物的同类产品接近获得上市许可，若通过有望在 2022 年获批签发。2020 年 2 价 HPV 疫苗获批签发 314.58 万支，同比增长 56.70%，3 年 CAGR 约为 41.63%。**4 价 HPV 疫苗**获批签发厂商为 Merck (默克)，2020 年获批签发 721.95 万支，同比增长 30.23%，3 年 CAGR 约为 174.77%。**9 价 HPV 疫苗**获批签发厂商为 MSD (默克/默沙东)，2020 年获批签发 506.64 万支，同比增长 52.41%，自 2018 年首获批签发以来 2 年 CAGR 约为 104.11%。2020 年，各价 HPV 疫苗合计获批签发 1543.17 万支，同比增长 41.90%，3 年 CAGR 约为 119.7%。

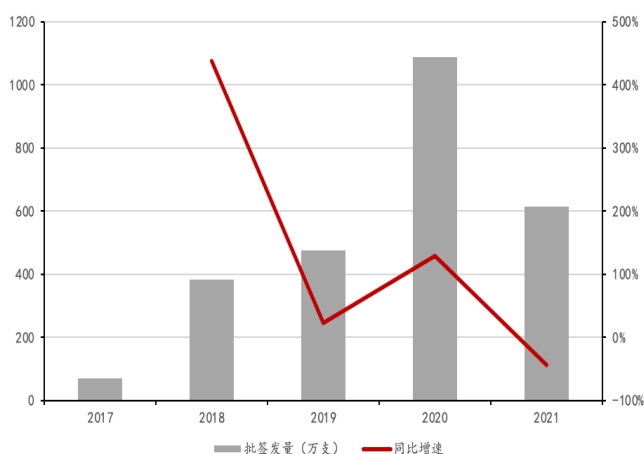
同时，广东、四川等省市拟将出台相关政策推进 HPV 疫苗在适龄女性的使用。10 月，广东省财政厅计划 2022-2024 年新增约 6 亿元用于 HPV 疫苗免费接种工作。按照知情自愿原则，为具有广东省学籍，9 月起新进入初中一年级且未接种过 HPV 疫苗的 14 周岁以下女生免费接种。根据人民日报下属健康时报的报道，15 个健康中国试点城市中，已有内蒙古鄂尔多斯、江苏无锡、福建厦门、山东济南、广东深圳、四川成都 6 个城市启动了 HPV 疫苗免费或补助接种工作。

宫颈癌是威胁我国女性健康的一大恶性肿瘤，根据国家卫健委发布的《宫颈癌诊疗规范(2018 年版)》，我国每年约有宫颈癌新发病例 13 万。推进宫颈癌疫苗在我国的使用，能够大大削弱人乳头瘤病毒对我国女性健康造成的威胁。HPV 疫苗在欧美等发达国家已广泛使用，以美国为例，学校医保及大部分商业保险均包括了 HPV 疫苗的接种，且不论男女。随着健康意识的提升，我国 HPV 疫苗的使用逐渐提升，但也暴露出我国目前 HPV 疫苗供应不足的问题，多地出现“HPV 疫苗放号秒杀”、“HPV 疫苗黄牛”等现象。随着国产 HPV 疫苗有望陆续获批，我国 HPV 疫苗的供需矛盾能够得到缓解。

脑膜炎疫苗：A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗 2021 年获批签发厂商共 3 家，分别为兰州生物、沃森生物、智飞绿竹。2020 年全国 AC 多糖疫苗批签发量约 4041.96 万支，3 年 CAGR 约 5.91%，5 年 CAGR 约 8.29%。**A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗** 2021 年获批签发厂商共 4 家，分别为智飞、沃森、欧林、罗益。2020 年 AC 结合疫苗批签发量约 743.44 万支，3 年 CAGR 约为 11.78%，5 年 CAGR 约为 36.07%。**A 群 C 群 Y 群 W135 群脑膜炎球菌多糖疫苗** 2021 年获批签发厂商共 4 家，分别为智飞、沃森、康华、艾美。2020 年 ACYW135 疫苗批签发量约 1114.9 万支，3 年 CAGR 约为 41.25%，5 年 CAGR 约为 11.50%。

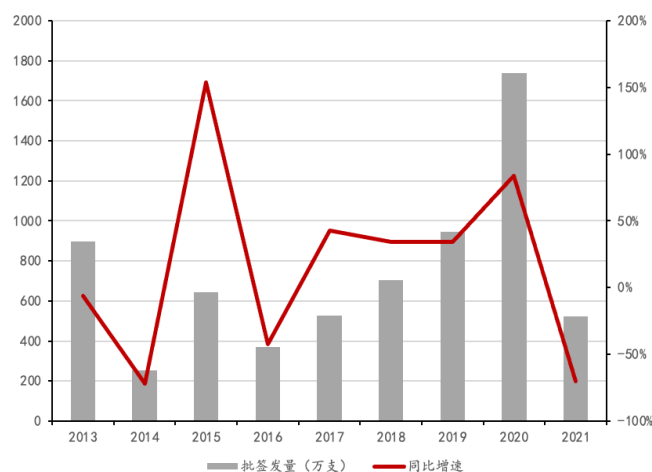
疫情使国民健康意识得到进一步提升，民众对疫苗的认可程度也相应提升，我国疫苗渗透率有望继续提升。

图表 38. 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗批签发量情况



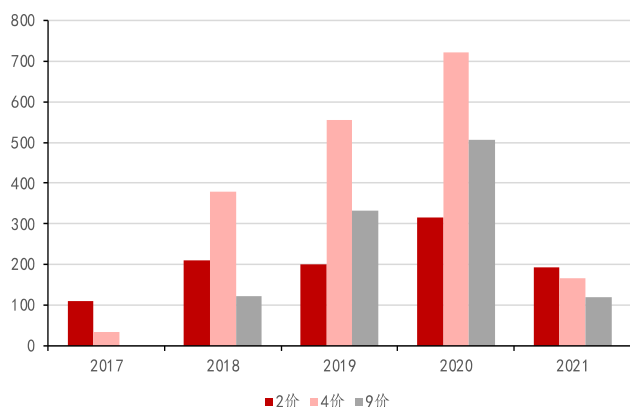
资料来源：万得，中银证券

图表 39. 23 价肺炎球菌多糖疫苗批签发量情况



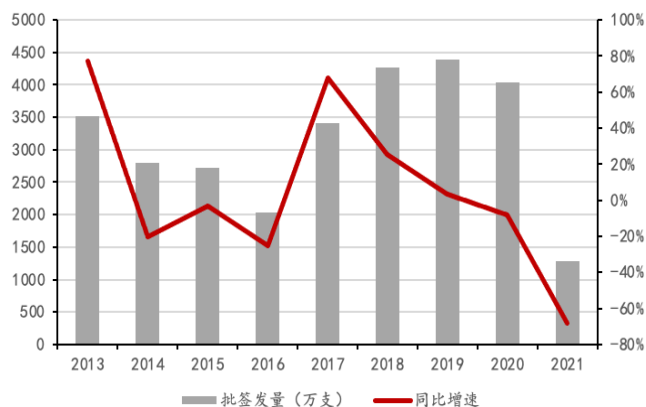
资料来源：万得，中银证券

图表 40. HPV 疫苗批签发量情况



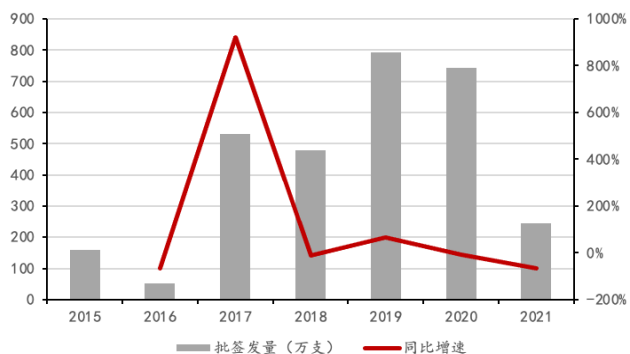
资料来源: 万得, 中银证券

图表 41. A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗批签发量情况



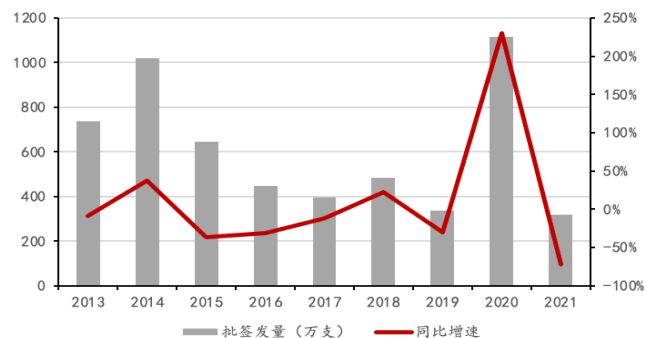
资料来源: 万得, 中银证券

图表 42. A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗批签发量情况



资料来源: 万得, 中银证券

图表 43. ACYW135 脑膜炎球菌多糖疫苗批签发量情况



资料来源: 万得, 中银证券

疫苗行业进入代次接替时期, 新技术路线蓬勃发展

新冠疫情中, 新技术路线疫苗大放异彩。mRNA 疫苗及病毒载体疫苗在新冠疫情中贡献巨大, 全球销量靠前的 6 款疫苗中, 2 款为 mRNA 疫苗 (Moderna、BioNTech/辉瑞)、2 款为病毒载体疫苗 (阿斯利康/牛津、强生), 以及我国的 2 款灭活疫苗 (国药、科兴)。

mRNA 疫苗 第一次获得广泛的使用。mRNA 疫苗的有效性非常可观, 能够同时激发高水平的体液免疫和细胞免疫。安全性来看, 不良反应出现概率及程度高于灭活疫苗及重组蛋白疫苗, 但严重不良反应概率相差无几。值得注意的是 mRNA 疫苗在青少年群体中有可能引发心肌炎/心包炎症状, 目前各国及科研机构正在跟踪这一现象。研发方面, mRNA 疫苗在原型基础上更新换代所需的时间非常短, 相较于重组蛋白疫苗, mRNA 疫苗不需花费大量时间考虑蛋白的二三级结构, 因此, 在研发针对变异株的序列时具有先发优势。生产方面, mRNA 疫苗生产工序较为简单, 扩产效率高。辉瑞在业绩说明中曾表示 2021 年公司新冠 mRNA 疫苗产能约 20 亿剂, 2022 年可快速扩充到 40 亿剂。mRNA 疫苗已成为本年度最受关注的技术之一。国内目前进展最快的是艾博生物/沃森生物/中科院联合研发的 mRNA 新冠疫苗, 有望成为首个国产 mRNA 疫苗。复星医药则是代理了 BioNTech 的 BNT162b2 在大中华地区的权利, 目前处于临床阶段。本土原研企业斯微生物也已获得临床批件。其他传统疫苗企业、其他生物技术企业也以各种方式布局 mRNA 技术, 国药集团创立旗下品牌复诺健, 智飞生物投资深信生物, 康泰生物、君实生物、天境生物、欧林生物与嘉晨西海达成合作, 沃森生物除与艾博生物合作外, 同时与蓝鹊生物订立合作协议。

mRNA 疫苗上下游产业链同样吸引了大量目光，生产过程中需要的质粒、酶、脂质、TFF 切向流过滤设备、QC/QA 流程的供应商均得到了资本市场的关注。其中大部分公司仍处于一级市场，有望借此热潮快速发展。个别代表性标的包括上海兆维、近岸蛋白质、金斯瑞蓬勃生物、欣博盛 (Trilink 中国区代理)、赛分科技等。同时，mRNA 序列优化算法成为了 IT 行业与生命科学的其中一座桥梁。近日百度与赛诺菲宣布将在 mRNA 领域开展合作。算法平台作为 mRNA 领域的一大核心竞争力，有望吸引 IT 巨头进入这一市场。

病毒载体疫苗的作用原理与 mRNA 疫苗类似，因此也能够激活体液免疫和细胞免疫，但因为其递送载体本身具有较强的免疫原性，因此有效性及安全性均略逊于 mRNA 疫苗。病毒载体疫苗的安全性逊于重组蛋白疫苗和灭活疫苗，但其能够诱导可观的细胞免疫。此前，阿斯利康及强生的腺病毒载体新冠疫苗均有极个别接种者出现严重血栓的案例。我国目前已在使用的病毒载体疫苗为康希诺生产的腺病毒载体疫苗，公司正在研发吸入式病毒载体疫苗，希望此种给药方式能够更有针对性的激发黏膜免疫，但中科院和康希诺发布在 Lancet 上的初步数据显示吸入式疫苗诱导的抗体水平不如针注式。

重组蛋白疫苗是在体外人为合成病毒蛋白制成的疫苗。相较于灭活疫苗，重组蛋白可选择某个病毒片段 (亚单位) 进行表达，提高疫苗的特异性，同时重组蛋白能够更精确地模仿病毒蛋白，因此诱导的抗体对病毒的辨别能力更强。但相对于 mRNA 疫苗或病毒载体疫苗，重组蛋白疫苗激活细胞免疫的能力较弱，主要依赖于佐剂，因此不同佐剂的重组蛋白诱导的细胞免疫强度也有不同。

灭活疫苗是最为传统，技术最成熟的技术路线。通过对病毒进行灭活处理而制成。灭活疫苗安全性好，不良反应发生概率低、程度轻。但相较于新技术路线，灭活疫苗在有效性方面较弱。在灭活处理中可能导致病毒蛋白变质，激活的特异免疫不够精准。灭活疫苗无法选择病毒结构，因此对变异的削弱更为敏感。另外，灭活疫苗难以激发细胞免疫。

图表 44. 新冠疫苗研发主要技术路线对比

技术分代	技术类型	原理	优点	缺点	国内涉及企业
第一代技术	灭活疫苗	先对病毒或细菌进行培养，制备工艺简单，然后用高温处理或化学灭活剂将其灭活	安全性高，研发耗时短	抗原特异性较低；免疫反应持续时间较短，可能需要多次接种	国药、北京所，武汉所，科兴，康泰生物等
第二代技术	重组亚单位疫苗	通过化学分解或有控制性的蛋白质水解方法，提取细菌，病毒的特殊毒素，多糖或蛋白质组分，筛选出具有免疫活性的片段	安全性高，不良反应少，稳定性高	对生产条件要求较高；需要佐剂	智飞生物等
第三代技术	病毒载体疫苗 (腺病毒，慢病毒等)	将抗原基因插入至病毒载体，病毒表达出抗原性而不表达毒性	抗原性良好，产业化容易，安全性高，保存方便	存在接种不良反应，对生产条件要求较高	康希诺，万泰生物等
第三代技术	核酸疫苗	将编码某种抗原蛋白的外源基因直接导入体内，通过宿主细胞的表达系统合成抗原蛋白	研发快速，制备简单，生产成本低，免疫力持久	可能诱发自身免疫反应，DNA 疫苗存在整合宿主基因而致癌风险；mRNA 疫苗易降解，稳定性较差	沃森生物、复星医药等

资料来源：公司公告，中银证券整理

我国疫苗企业在此次疫情中展现了快速研发的能力，同时拥抱国际领先的新兴技术，有望进一步提升研发能力。除新冠疫苗外，国内疫苗厂商还布局了其他管线。我们截取其中部分品种、管线并陈列如下。

图表 45. 国内重要疫苗品种研发进展

疫苗品种/名称	企业	研发进展	最新日期
肺炎疫苗			
13价肺炎球菌多糖结合疫苗	北京民海生物科技有限公司	临床完成	2019/12/31
13价肺炎球菌多糖结合疫苗	兰州生物制品研究所有限责任公司	临床Ⅲ期	2019/10/22
13价肺炎球菌多糖结合疫苗 (CRM197,TT 载体)	康希诺生物股份公司	临床Ⅲ期	2021/11/15
13价肺炎球菌结合疫苗 (多价结合体)	成都安特金生物技术有限公司	临床Ⅰ期	2021/03/10
13价肺炎球菌多糖结合疫苗	北京科兴中维生物技术有限公司	临床Ⅰ期(暂停)	2020/12/03
23价肺炎球菌多糖疫苗	兰州生物制品研究所有限责任公司	临床Ⅲ期完成	2019/09/30
23价肺炎球菌多糖疫苗	北京智飞绿竹生物制药有限公司	临床Ⅲ期完成	2021/03/08
23价肺炎球菌多糖疫苗	北京科兴中维生物技术有限公司	临床Ⅳ期	2021/08/31
HPV 疫苗			
重组人乳头瘤病毒 (6/11/16/18/31/33/45/52/58 型) 九价疫苗 (汉逊酵母)	上海博唯生物科技有限公司	临床Ⅲ期	2021/11/29
重组九价人乳头瘤病毒 (6/11/16/18/31/33/45/52/58 型) 疫苗 (大肠埃希菌)	北京康乐卫士生物技术股份有限公司	临床Ⅲ期	2021/09/14
重组人乳头瘤病毒 (6/11/16/18/31/33/45/52/58 型) 九价疫苗 (大肠埃希菌)	厦门万泰沧海生物技术有限公司/厦门大学/北京万泰生物药业股份有限公司	临床Ⅲ期	2021/09/17
重组人乳头瘤病毒 (6/11/16/18/31/33/45/52/58 型) 九价疫苗 (汉逊酵母)	北京安百胜生物科技有限公司/江苏瑞科生物技术有限公司	临床Ⅰ期	2021/07/28
重组人乳头瘤病毒九价病毒样颗粒疫苗 ((6/11/16/18/31/33/45/52/58 型) (毕赤酵母)	上海泽润生物科技有限公司	临床Ⅰ期	2020/12/03
四价重组人乳头瘤病毒疫苗 (6/11/16/18 型) (汉逊酵母)	成都生物制品研究所有限公司	临床Ⅲ期	2019/04/30
四价重组人乳头瘤病毒疫苗 (6/11/16/18 型) (汉逊酵母)	上海博唯生物科技有限公司	临床Ⅲ期	2021/11/29
重组四价人乳头瘤病毒 (16/18/52/58 型) 病毒样颗粒疫苗 (毕赤酵母)	上海生物制品研究所有限责任公司	临床Ⅱ期完成	2021/09/24
重组人乳头瘤病毒刷双价 (16/18 型) 疫苗 (酵母)	上海泽润生物科技有限公司	临床Ⅲ期	2021/07/08
流感疫苗			
四价流感病毒裂解疫苗	江苏金迪克生物技术有限公司/北京金迪克生物技术研究所	临床Ⅳ期	2021/10/22
四价流感病毒裂解疫苗	长春生物制品研究所有限责任公司	临床Ⅳ期	2021/11/29
四价流感病毒裂解疫苗	北京科兴生物制品有限公司	临床Ⅳ期	2021/11/29
四价流感病毒裂解疫苗	辽宁成大生物股份有限公司	临床Ⅲ期	2021/08/31
四价流感病毒裂解疫苗	深圳赛诺菲巴斯德生物制品有限公司	临床Ⅲ期完成	2021/01/14
四价流感病毒裂解疫苗	大连雅立峰生物制药有限公司	临床Ⅲ期	2021/02/18
四价流感病毒裂解疫苗	武汉生物制品研究所有限责任公司	临床Ⅲ期完成	2020/01/02
四价流感病毒裂解疫苗	安徽智飞龙科马生物制药有限公司	临床Ⅲ期	2019/11/13
轮状病毒疫苗			
Ⅲ价轮状病毒基因重配疫苗	兰州生物制品研究所有限责任公司	申请上市	2016/11/15
口服六价重配轮状病毒活疫苗 (Vero 细胞)	武汉生物制品研究所有限责任公司	临床Ⅲ期完成	2021/06/25
带状疱疹疫苗			
带状疱疹减毒活疫苗	长春百克生物科技股份公司	临床Ⅲ期	2021/08/31
带状疱疹减毒活疫苗	长春长生生物科技有限责任公司	临床Ⅲ期	2018/01/03

资料来源: 万得医药库, 中银证券

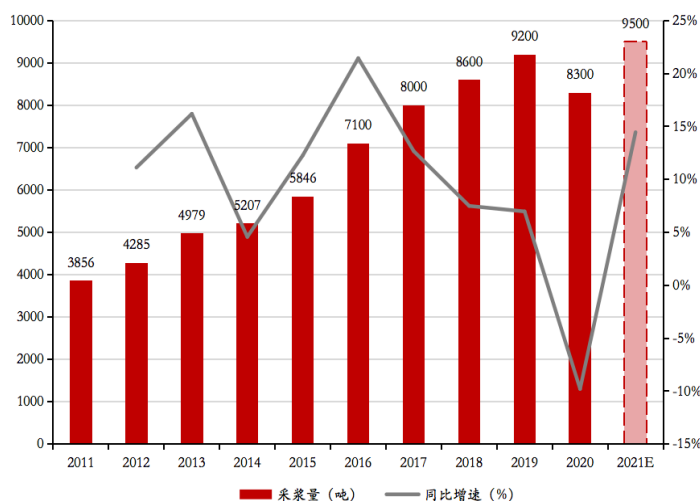
综上, 我们认为, 新冠疫情仍未结束。随着疫苗效力随时间衰减, 以及病毒变异带来的免疫突破风险增大, 加强针与高效疫苗需求的确定性进一步提升。2021 年新冠疫苗外的其他疫苗品种接种, 受到新冠疫苗接种的挤压, 预计多个品种的批签发及销售将出现下滑, 2022 年有望逐步恢复。同时, 疫情使国民健康意识提升, 疫苗认可度提升, 因此对疫苗行业起到了教育推广的作用, 并将在长期利好疫苗行业。我国疫苗企业在此次疫情中表现出色, 能够快速反应, 在短时间内研发出多种技术路线的新冠疫苗。全球视角来看, 本次疫情中, 新兴技术 (mRNA 技术、病毒载体技术) 大放异彩, 第三代疫苗已展现代次交替、接棒传统疫苗的趋势。国内疫苗厂商紧跟前沿科技, 拥抱新兴技术, 有望在不久的将来与全球最顶尖的疫苗厂商共同引领整个行业的技术风向。因此, 我们建议关注拥有大品种的疫苗企业, 长期关注已经布局新兴技术路线的企业以及上下游产业链。

血液制品：海外采浆恢复不及预期，国内行业整合进行时

国内采浆量逐步恢复至疫情前水平

自 2011 年以来国内采浆经历了一段快速发展时期，2011 年全国采浆量为 3856 吨，2019 年全国采浆量已提升至 9200 吨，年平均增长率约为 15%。据华兰生物数据统计：2020 年我国实际血浆需求量保守预计超过 14000 吨，受新冠疫情影响，实际仅开采 8300 吨，同比下滑 9.78%。随着疫情在全国范围逐步被控制，以及新建采浆站投入运营，预计 2021 年采浆量将基本恢复甚至超过疫情前水平达 9500 吨左右。相较于 2020 年一季度国内采浆停滞的情况，2021 年由于国内疫情得到有效控制，全国采浆活动均未出现停滞，大部分国产品牌采浆量恢复正常。国内采浆量最大的天坛生物在半年报中披露：2021H1 公司 55 家采浆站共采原料血浆 874.89 吨，较去年同期增长了 177.67 吨，同比增长 25.48%。此外，相较于 2019H1 同期也增加了 74.14 吨，同比增长 9.26%。另外派林生物（原双林生物）随着派斯菲科资产重组完成与新疆德源采浆合作的开展，采浆量预计大幅增长并有望晋升千吨行列。老牌血液制品企业华兰生物，虽采浆站扩张进度较慢，但是公司目前拥有的 25 座在营浆站仍满足 2020 年每月每站 3.33 吨的平均标准，并持续受惠于疫情恢复带来的红利中。依上述代表性的国产品牌采浆恢复的情况推测，2021 年国内采浆量相较于去年将有较为明显的增长，且部分企业采浆量将有望超越 2019 年水平，例如：天坛生物、派林生物等。基于上述判断预计 2021 年全国采浆量将有望达到 9500 吨。

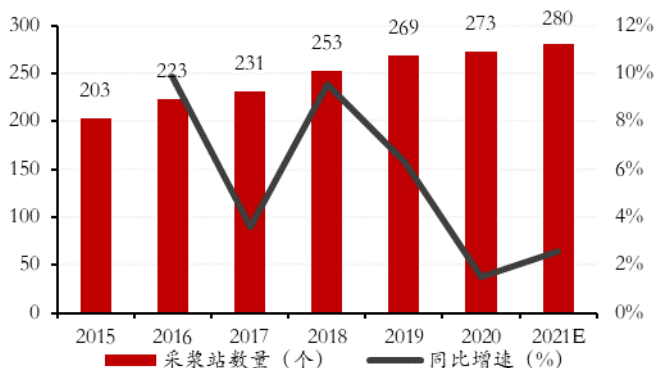
图表 46. 2011-2021 年国内采浆总量（吨）及同比增速（%）



资料来源：PDB，华兰生物公司年报，万得，中银证券

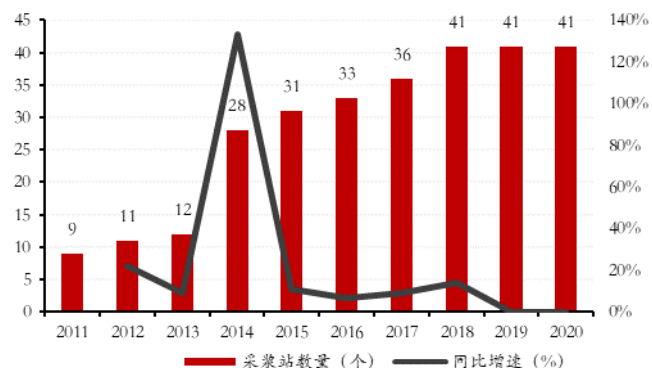
自 2015 年以来，国内新建采浆站数量呈现平稳增长态势，从 203 家增加到 2020 年的 273 家，年复合增长率约 7.5%。近年来，受政策收紧及疫情影响，新建浆站获批速度减缓，2019 年至 2020 年期间，新获批开采的浆站仅 4 家，其中包括天坛生物 3 家、卫光生物 1 家，同比增速降至 1.5%。预计 2021 年国内采浆站数量将会维持在 280 家左右，即与 2020 年水平相当。全国采浆站数量增长受疫情影响明显放缓，但是行业龙头企业，例如：天坛生物、上海莱士，为巩固自身在行业内的领先优势，仍积极寻求采浆站扩张，不断提升采浆能力。而准一线龙头企业，例如派林生物，也正在积极寻求扩张机会，尝试跻身第一梯队。如下图所示，上述三家企业自 2011 年采浆站数量变化显示，其增速总体优于国内平均浆站增长速度。

图表 47. 2015-2021 年国内采浆站数量 (个) 同比增速 (%)



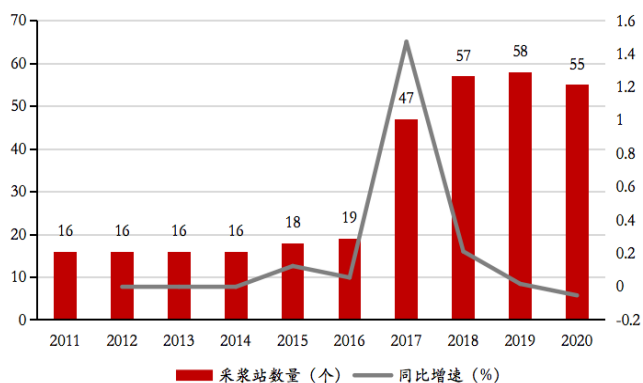
资料来源: 万得, 中银证券

图表 48. 2011-2020 年上海莱士采浆站变化情况



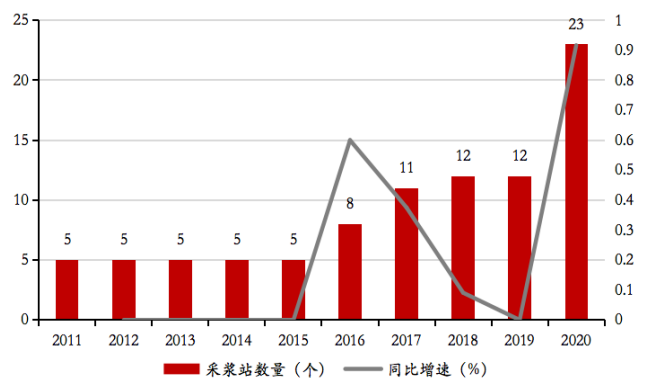
资料来源: 万得, 上海莱士公司公告, 中银证券

图表 49. 2011-2020 年天坛生物采浆站变化情况



资料来源: 万得, 天坛生物公司公告, 中银证券

图表 50. 2011-2020 年派林生物采浆站变化情况



资料来源: 万得, 派林生物公司公告, 中银证券

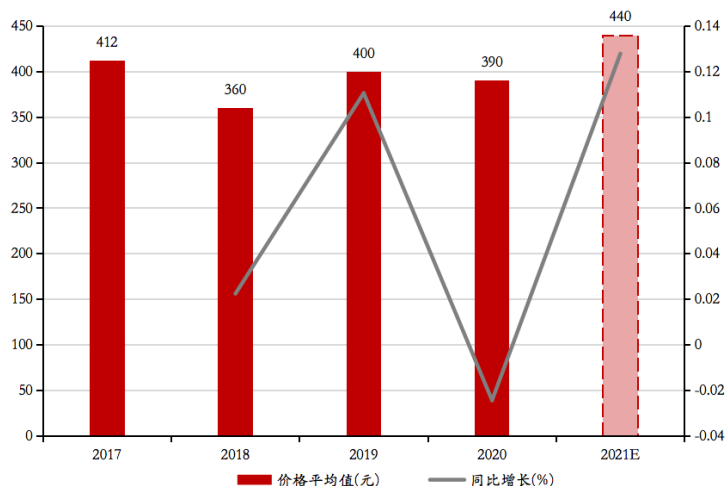
相比于华兰生物自 2015 年浆站数量维持在 25 个不变, 上海莱士、天坛生物和派林生物等在新建采浆站方面, 增速明显优于国内平均浆站增速。为进一步扩大产能, 各公司都在积极建设采浆站。例如: 2014 年上海莱士采浆站从 12 个增长至 28 个, 同比增长 130%。2017 年天坛生物采浆站从 19 个增长至 47 个, 同比增长 150%。2020 年派林生物采浆站由 12 个增长至 23 个, 同比增长 90%。国内采浆站扩张受疫情影响增速放缓, 但头部企业增速快于其他企业。

采浆量与批签发双降效应, 推动人血白蛋白价格持续增长

由于国内血液制品长期供不应求, 2015 年-2017 年厂家为提高利润从而主动加库存导致库存堆积, 使得白蛋白价格处于相对较高水平。2018 年, 白蛋白价格受清库存影响降价至 360 元/10g, 厂家完成清库存目标。随着库存的储备降低, 血液制品价格也获得了逐年修复, 从 2018 年的 360 元增长到 2020 年的 390 元, 平均年复合增长率 4% 左右。

2021 年, 由于美国仍然未恢复疫情前的采浆水平, 白蛋白的供需缺口持续扩大, 未来将进一步推动价格的上涨。根据对各省医药、药店、集采价格的统计, 预计 2021 年人血白蛋白的价格将在 440 元/10g 左右, 高于 2017 年的 412 元/10g。通常血液制品业务的毛利率与净利润率相对较低, 系国产血浆开采的成本高于海外等原因。长期毛利率与净利润率分别维持在 50% 左右和 20-35% 之间。对于血液制品企业而言, 在成本不变的前提下, 血液制品价格的提升有望改善国内血液制品行业的利润情况。由于美国采浆不达预期, 价格处于相对高位的现象将持续。即使美国预计 2022 年二季度恢复采浆, 传导至海外市场仍需要 6-7 个月。因此预计人血白蛋白的价格将于 2022 年继续维持在较高水平, 对于国内血液制品企业而言, 企业将继续拥有“量”“价”双升的机会。

图表 51. 2017-2021 年人血白蛋白价格（元）及同比增速（%）

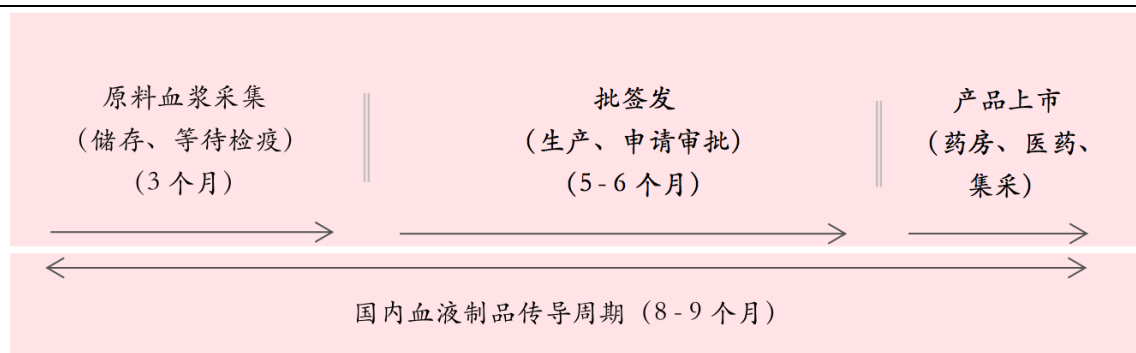


资料来源：国家药品监督管理局，各省物价局，中银证券

供给端与传导周期对价格的影响

如图所示,2018 年清库存使白蛋白价格在短期内出现较大幅度的反弹,从 360 元/10g 增长至 400 元/10g。证明血液制品的价格受到提价预期,供给量,库存量和传导周期的共同影响。2007 年,国家食品药品监督管理局发布《关于实施血液制品生产用原料血浆检疫期的通知》规定:原料血浆检疫期不得低于 90 天,即新采集的原料浆需集中保存 90 天后再次进行病毒检验,通过的血浆才可以投入血液制品生产。下一个流程为血浆生产以及申请批签发,时间周期约 5-6 个月。根据上述流程推算,从采浆至产品上市,血液制品的传导周期约为 8-9 个月。由于血液制品传导周期较长,导致 2020 年采浆量即便下滑严重,人血白蛋白价格不升反降至 390 元/10g,同比下降 2.44%,其原因在于 2020 年的价格实际反映的是 2019 年(9200 吨)血浆的供需情况,所以判断 2021 年价格的变化,亦需参考 2020 年的采浆量下滑引起供给端短缺。全球白蛋白的价格持续走高,2021 年人血白蛋白平均价格预计为 440 元/10g,同比增长 12.79%,并且此趋势仍将延续。

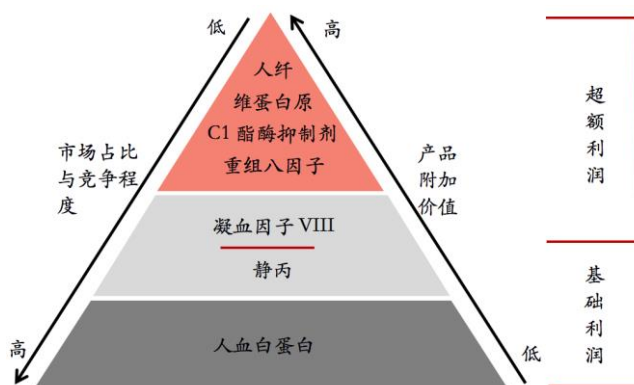
图表 52. 国内血液制品传导周期扩展图



资料来源：国家食品药品监督管理局，中银证券

血液制品不同的利润区间分布图,大体呈现金字塔形。由低到高分别为人血白蛋白、静丙、凝血因子 VIII、重组八因子、C1 酯酶抑制剂和人纤维蛋白原等。如果将这几种血液制品分为三种等级,金字塔顶部的产品产量较小且大部分被外企垄断,而底部的品种,如人血白蛋白、静丙等产品竞争激烈。血液制品品种附加值与竞争格局不同,可以基本分为两大类:超额利润产品与基础利润产品。对金字塔上层的血液制品品种进行研究与开发能够使企业提升毛利率与净利率。

图表 53. 血液制品产品利润分布图

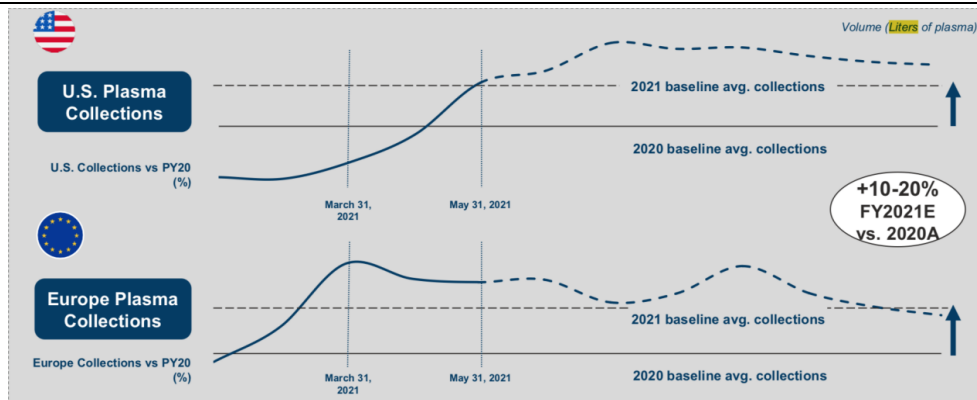


资料来源：万得，中银证券

海外采浆加速修复，但美国采浆恢复仍不及预期

2020 年，受新冠疫情影响，海外血液制品企业采浆量均出现超过 15% 的下滑，其中 Octapharma 表示公司当年采浆下滑 30%。与此相反，国内采浆量同样受疫情影响，但疫情控制快，因此全年采浆量同比下降不到 10%，采浆恢复总体强于海外。2021 年国内血浆开采仍处于加速恢复期，预计 2021 年全年将基本恢复甚至超越疫情前采浆水平。行业内企业积极布局新浆站的建设，如：派林生物 9 家，天坛生物 12 家，Grifols 20 家，CSL 25 家。2021 上半年，虽然海外采浆情况有所改善，但是仍然不及预期。Grifols 在 2020 年度报告中曾表示 2021 年采浆量将增长 30%，但最新公布季报却调整为 10-20% 的增长预期。因此，海外采浆彻底恢复疫情前的采浆水平，可能需要等到 2022 年第二季度。

图表 54. 2021 年美国与欧洲血浆采集恢复情况



资料来源：Grifols 公司半年报，中银证券

上图为基立福公司对美国和欧洲采浆恢复情况的分析。2021 年 4 月，公司欧洲分部先于美国恢复采浆，并且 2021 年达到全年预期的目标（采浆量增长 10-20%）。而美国的采浆状况并不乐观，2021 年 5 月以前，公司采浆量仍然低于 2020 年疫情严重时期的平均值。直至 2021 年 6 月，美国采浆量恢复才达到预期，这意味着美国地区的采浆情况难以达到此前预测的全年采浆量恢复 10-20%。因此，我们判断 2021 年海外采浆仍处于恢复期，欧洲地区的采浆活动虽提前恢复，但体量较小（约为中国采浆量的 30-50%），因此并不能有效解决短缺问题。彻底解决全球血浆供给仍需关注美国采浆量恢复情况。

海外主要血液制品公司

Grifols: 企业积极寻求扩大采浆量的方法，大力扩大浆站数量，计划在未来3-4年内每年新开设20家采浆站。截止2021上半年，公司已拥有351个血浆站（Plasma centers），相比于2014年的150家，增长2.4倍。采浆站主要分布在美国，美国共有296家，占本公司采浆站总数的84.6%，此外与上海莱士共同合作的采浆站41家。公司预计2026年采浆站将增加至520个，为公司维持行业内的龙头地位提供了坚实的保障。

美国本土采浆量占全球采浆量的60%-70%，其中Grifols、CSL、Baxter、Octapharma四家，合计占比达80%。Grifols秉承“分散化”的原则，主动在埃及、中国和欧洲等地进行浆站的协助与开发。2021-2022年预计在美国以外新建海外浆站15-20个，未来预计每年可额外供浆140万升。2021年Grifols在美国本土采浆1650万升血浆，相较于2020年采浆1500万升，增长率约为10%左右。然而，2020年采浆量下滑15%，单从增长幅度来看2021年采浆量增长不达年初的预期（30%），甚至未恢复至疫情前水平。血浆密度约为1.025-1.030千克/升，以此计算，公司2021年采浆量1650万升血浆可换算为16954吨血浆。公司表示新浆站的建设，可为未来扩大产量提供保障，但其短期采浆情况是否好转仍需观察。

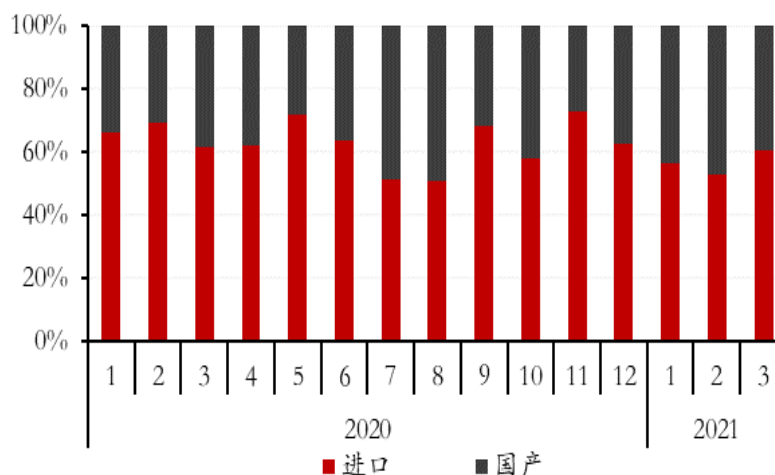
CSL: 2020年4月，CSL CEO Mr.Perreault表示：“采浆从三月后持续低迷，衰退甚至超过去年同期水平。但是由于血浆库存充足，将完全可维持生产所用，维持2020年报不受影响。”但是随着库存下降，公司的产出将有可能在2021年出现缩减。2020年CSL财报数据销售额与净利润增长明显，其中一、二季度人血白蛋白销售表现亮眼，达到1.071亿美元，同比增长约61%。公司重点强调了中国市场的重要性。公司原有300多家采浆站，2020年-2021年25个新建血液采集中心已经陆续正式投入运营。同时，2021年报中仍计划继续建造40个新采浆站。公司未来浆源稳定，但是短期美国本土疫情影响加深，对2021年采浆量恢复有不利影响。

Baxter 和 Octapharma: 公司年报缺乏采浆数据，但是血液制品提价仍促使公司财务数据持续增长。业内对于公司未来业绩仍表乐观态度，预期全球采血量自2021-2026将基本维持6.8%的年复合增长。

美国采浆量恢复不及预期，血液制品短缺持续

全球采浆能力虽在恢复中，但是除中国与欧洲地区恢复势头良好外，贡献全球总采浆量60%-70%的美国，恢复不及预期。2021年上半年采浆量甚至低于2020年平均水平。直到2021年6月开始，美国采浆量才恢复至预期水平。从目前的数据推算，2021年美国全年采浆增速将在5%-10%左右，即2021年预计采浆量为3.3万吨，距离恢复至疫情前大约3.5万吨（2019）的水平仍需时间。全球血液制品市场可能会面临较长时间的供给短缺情况，对于长期依赖血制品进口的东南亚国家冲击较大。长期来看，全球范围内新浆站的建设正在进行，远期采浆能力将有望迎来较大提升。预计美国采浆恢复至疫情前水平需要等到2022年第二季度。以此计算，经过6-7个月的传导周期，全球血液制品短缺的现象有望在2023年1月逐步缓解。未来，还需密切关注疫情反复对美国及其他国家的采浆带来的冲击。

图表 55. 2020 年 1 月-2021 年三月进口/国产人血白蛋白批签发量（万瓶）



资料来源：万得，东方财富，中银证券

根据万得医药库数据，2020、2021 年每月进口人血白蛋白的批签发量占总批签发量的一半以上。长期以来，国内人血白蛋白主要依赖进口。2020 年受疫情影响，海外采浆量预计下滑 15-20%。2021 年，国内人血白蛋白总批签发量同比下降 28%，其中进口人血白蛋白下滑 55%，呈现萎缩的趋势。而同期国产人血白蛋白小幅下滑 12%。这一现象暗示海外采浆不及预期，血液制品全球短缺趋势显现，而我国血液制品将迎来国产替代的机会。

广东省拟将血液制品纳入集采

9 月 14 日，广东省发布《广东联盟清开灵等 58 个药品集团带量采购文件(征求意见稿)》拟联盟 7 省对中成药集采。随后 9 月 30 日，广东省又发布《广东联盟双氯芬酸等 153 个药品集团带量采购文件(征求意见稿)》，对“国家基本医保药品目录中用量大、采购金额高的 153 个同品种化学药品和治疗用生物制品的全部剂型及规格”进行三个部分的采购。第一部分为血液制品，第二部分为基础输液，第三部分为其他药品。其中血液制品主要涵盖人血白蛋白、人免疫球蛋白、人凝血因子、人纤维蛋白原等。其中采购周期每年签署且协议将延续至 2023 年 12 月 31 日。由于血液制品，生长激素的采购与中药材的采购类似，质量与安全性难以确定，所以本次集采从难度、品种角度而言，超出市场预期。面对全球采浆供应端缺口不稳定的大背景下血液制品价格波动明显增大，集中带量采购一是为了稳定血液制品价格。其次是填补我国医保在血液制品相关领域的空白，随着近年来国家对中成药的采购需求加大，也使得集采的规模、效应、质量上有了大幅提高，为血液制品的集采提供基础。

血液制品集采报价规则

为确保采购价格的公正性与客观性，此次广东省拟定的带量采购文件采用 A、B 企业分类报价采购的形式。其中规定血液制品全部归位 A 类采购单，血液制品企业合理报价需在规定的有效申报价格区间中（其余均视为无效报价）。有效申报价格区间即企业申报代表品价格低于最高有效申报价和联盟区最低价格两者之间的低值。除代表品外，企业的其他规格产品价格不高于最高申报价和联盟区最低价格两者之间低值的也视为有效报价。（代表品规则：单一血液制品企业只能选择一个品规的价格作为申报代表品价格，且此品规仅能拥有单一的价格。若有多个或多次报价者将视为无效报价）

其中 A 采购单也拥有 2 个梯级报价，其中 P1 为第 1 梯级竞价对应联盟区本企业首年预采购量 70% 的价格；P2 为第 2 梯级竞价为首年预采购量 100% 的价格（若 $P2 \geq P1$ 为无效报价）。即只要 P1 价格为有效申报价区间内，即可获得本企业预采购量的 70%。由于第 1 梯级几乎没有竞争，所以最高申报价与联盟区最低价较为接近，70% 的份额也体现出此次政策相对温和。A 采购单第 2 梯级竞价采用自由竞争模式，将按照单位可比价或日均治疗费由低到高依次排序，前 50% 的企业（最多 6 家）将被纳入选购范围内。其中拟中选企业将获得联盟区本企业首年预采购量 100% 的份额（第 1 梯级剩下的 30%）。第 2 梯级由于存在相对的竞争关系，企业降价意愿与降价幅度都将影响全国血液制品的价格体系。但是由于仅有不超过 6 家企业在此竞争，且血液制品供不应求的背景下。预计中标价格将参考寡头垄断的定价模型，即竞争相对温和，降价幅度十分有限。

集采对于血液制品价格降幅不明显且向下空间十分有限

参考上述 A 采购单中第 1 梯阶与第 2 梯阶的报价规则，发现第 1 梯阶由于缺乏竞争，中标价将接近于最高有效申报价和联盟区最低价格，且占采购总数的 70%。相比于其他中成药，政策对于血液制品采购仍然整体呈现相对温和的态势。而第 2 梯阶占总采购的 30%，且由于是少量企业的相互竞价，将导致全国血液制品价格体系变动。但是，由于能参与第 2 梯级竞价的企业总数不超过 6 家，预计申报价略低于联盟区最低价就可以获得 100% 预采购量，不存在以量换价等情况。参考生长激素采购的经验，降价幅度将会相对有限。此外，此次集采降价温和的其他原因有：

1. 在《广东联盟双氯芬酸等 153 个药品集团带量采购文件(征求意见稿)》血液制品独立于其他药品之外，即对于采购量有明确规定的同时也对竞争家数进行明文限制。一定程度保护了血液制品企业的利益，预防企业间的恶性竞争。
2. 血液制品院外市场体量大于院内，对于政策风险具有较强的抵御能力。我国血液制品集采主要的市场为公立医院院内市场，对于零售药店等院外市场而言影响相对有限。所以对于血液制品集采施行后，仅小部分的血液制品将涵盖入医保的范围内，且大部分院外的血液制品将不受集采影响。
3. 血液制品的独特特性，即血液制品属于资源稀缺型产业，且开采成本较大。并且国内长期处于供不应求阶段，随着新冠疫情的影响加剧供需紧平衡。使得血液制品企业不担忧销路问题，厂家更多考虑如何提高竞标价格获得更多的利润。预计竞标价将与市场价出入不大，否则厂家将会选择在院外销售其产品，所以血液制品受集采影响降价空间十分有限。

海外寡头格局明显，国内血液制品集中化发展格局逐步现象

相比于海外集中化格局，国内企业则表现出相对均衡的特点。我国的血液制品生产始于上世纪 60 年代，且受政策因素影响性较大。从 2001 年后不再批准新的血液制品生产企业，截止目前国内仅不到 30 家具备生产资质的血液制品企业，且当中仍在持续营运的仅有 20 余家，年产超百吨的企业只有 10 余家。由于政策管控等限制，国内血液制品行业的行业壁垒高，缺乏竞争，从而导致血液制品行业集中度相对偏低，采浆量分布较为均匀。国内企业采浆能力相对均衡，单个公司无法满足庞大的市场需求。2020 年批签发量市场占有率靠前的分别是：天坛生物（16.6%）、泰邦生物（16.0%）、上海莱士（14.3%）、华兰生物（13.4%），其中上海莱士和华兰生物 2021 年批签发量出现较大的下滑，博雅生物和南岳生物则在今年一季度批签发量分别达到 32.6 和 19.1 万瓶，分别同比增加 126.18%、256.68%。国内血液制品行业仍有头部竞争，每家公司都在积极扩建采浆站，企图扩大供给抢占市场。

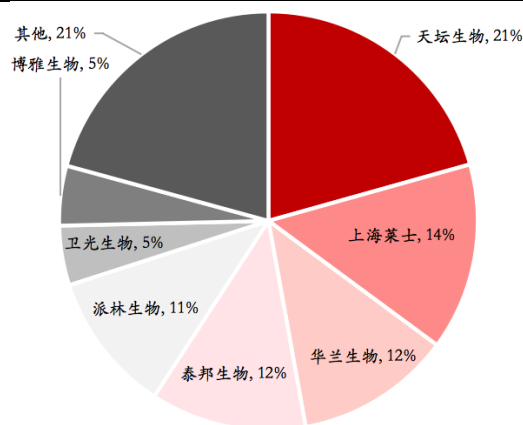
此外，国内具备实力的血液制品公司主要呈现两个梯队，第 1 梯队为年采浆量达到千吨级别的“守擂者”，例如：天坛生物（1714 吨）、上海莱士（1200 吨）和华兰生物（1000 吨）。第 2 梯队是采浆量虽不达千吨，但是增长速度与潜力较大的“攻擂者”，例如：获得浙民投控股后迅速提高采浆量的派林生物。以及被华润医药收购后的博雅生物等。从长远角度看，结合国外成熟血液制品市场的发展经历，血液制品企业整合的脚步将持续推进。血浆资源将会是血液制品行业中最关键的要素。

图表 56. 2020 年国内血液制品公司采浆站与采浆量统计

	在营采浆站（在建）	2020 年采浆量（吨）
天坛生物	55 (12)	1712
上海莱士	41	1200
华兰生物	25	1000
泰邦生物	23	1000
派林生物	23 (9)	900
博雅生物	13	383
卫光生物	8	382
其他	92 (预计)	1723 (预计)

资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 57. 2020 年国内采浆量市场格局



资料来源：万得，公司公告，中银证券

目前，国内血液制品企业正在经历从多到少，劣到优的重要转折时期。大型龙头企业将能够集中更多资源，而部分小型血液制品企业将面临退出或被并购的命运。在血液制品行业集中度持续提升的背景下，我们建议重点关注行业头部企业，尤其是积极进行外部扩张的血液制品厂商，有望在采浆量以及吨浆利润上同时有所突破。

图表 58. 六家血液制品公司运营浆站数量（个）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
上海莱士	9	11	12	28	31	33	36	41	41	41
华兰生物	10	12	14	16	23	23	24	25	25	25
天坛生物	16	16	16	16	18	19	47	57	58	55
博雅生物	4	4	5	6	8	10	12	13	13	13
派林生物	5	5	5	5	5	8	11	12	12	23
卫光生物	7	7	7	7	7	7	7	7	7	8

资料来源：万得，各公司年报，中银证券

图表 59. 六家血液制品公司采浆量 (吨)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
上海莱士	315	381	419	739	810	890	1050	1180	1230	1200
华兰生物	337	425	480	550	723	1025	1080	1000	1050	1000
天坛生物	370	340	459	480	584	640	1400	1568	1706	1714
博雅生物	90	95	110	133	175	256	320	353	370	378
派林生物	214	253	274	271	273	302	349	354	350	900
卫光生物		159	184	230	253	320	340	366	400	382

资料来源: 万得, 各公司年报, 中银证券

图表 60. 六家血液制品公司单浆站平均采浆量 (吨)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
上海莱士	35	35	35	26	26	27	29	29	30	29
华兰生物	34	35	34	34	31	45	45	40	42	40
天坛生物	23	21	29	30	32	34	30	28	29	31
博雅生物	23	24	22	22	22	26	27	27	28	29
派林生物	43	51	55	54	55	38	32	30	29	38
卫光生物		23	26	33	36	46	49	52	57	48

资料来源: 万得, 各公司年报, 中银证券

图表 61. 六家血液制品公司血液制品业务营业收入 (百万元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
上海莱士	567	663	496	1284	1956	2248	1915	1804	2585	2761
华兰生物	746	724	959	1071	1354	1815	2078	2408	2644	2591
天坛生物	651	567	911	953	1001	1294	1513	2929	3274	3434
博雅生物	197	227	245	295	342	529	742	875	988	893
派林生物	459	431	433	482	490	566	681	860	916	1042
卫光生物		300	355	453	501	560	614	680	812	894

资料来源: 万得, 各公司年报, 中银证券

图表 62. 六家血液制品公司平均吨浆收入 (万元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
上海莱士	180	174	118	174	242	253	182	153	210	230
华兰生物	221	170	200	195	187	177	192	241	252	259
天坛生物	176	167	199	199	171	202	108	187	192	200
博雅生物	219	239	223	222	196	207	232	248	267	236
派林生物	214	170	158	178	180	187	195	243	262	116
卫光生物		189	193	197	198	175	181	186	203	234

资料来源: 万得, 各公司年报, 中银证券

图表 63. 六家血液制品公司血液制品业务净利率

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
上海莱士	35.19	33.41	28.66	36.52	33.89	38.65	31.92	-84.16	23.52	47.93
华兰生物	43.11	38.26	48.13	50.76	45.82	45.45	43.21	35.42	34.69	32.11
天坛生物	30.54	23.89	22.28	23.51	26.64	31.36	30.03	17.38	18.62	18.55
博雅生物	33.16	33.07	32.52	30.67	37.51	36.28	34.33	19.14	14.65	9.69
派林生物	37.25	34.27	29.84	33.26	25.25	20.1	17.08	9.3	17.52	17.71
卫光生物		22.43	22.3	20.86	23.6	25.6	25.2	22.77	20.86	21.05

资料来源: 万得, 各公司年报, 中银证券

图表 64. 六家血液制品公司平均吨浆净利 (万元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
上海莱士	63	58	34	63	82	98	58	-129	49	110
华兰生物	95	65	96	99	86	80	83	85	87	83
天坛生物	54	40	44	47	46	63	32	32	36	37
博雅生物	72	79	73	68	73	75	80	47	39	23
派林生物	80	58	47	59	45	38	33	23	46	21
卫光生物		42	43	41	47	45	46	42	42	49

资料来源: 万得, 各公司年报, 中银证券

医疗器械板块：政策驱动创新，创新驱动国产替代&扬帆出海 ——把握一个中心，四条主线

一个中心——创新

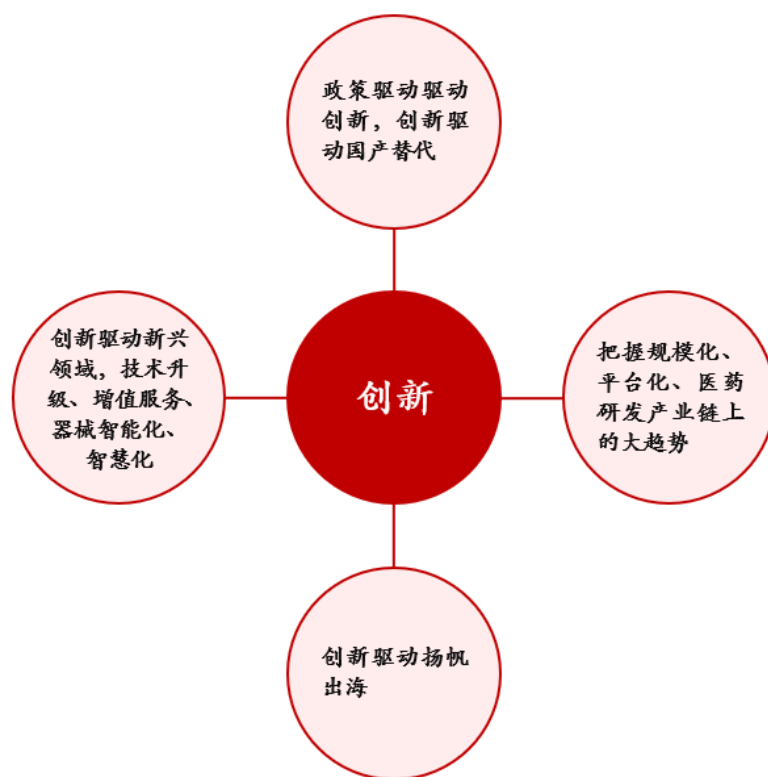
第一条主线——政策驱动创新，创新驱动国产替代

第二条主线——创新驱动扬帆出海

第三条主线——把握规模化、平台化、医药研发产业链上的大趋势

第四条主线——创新驱动新兴领域，技术升级、增值服务、器械智能化、智慧化

图表 65. 医疗器械板块：一个中心，四条主线

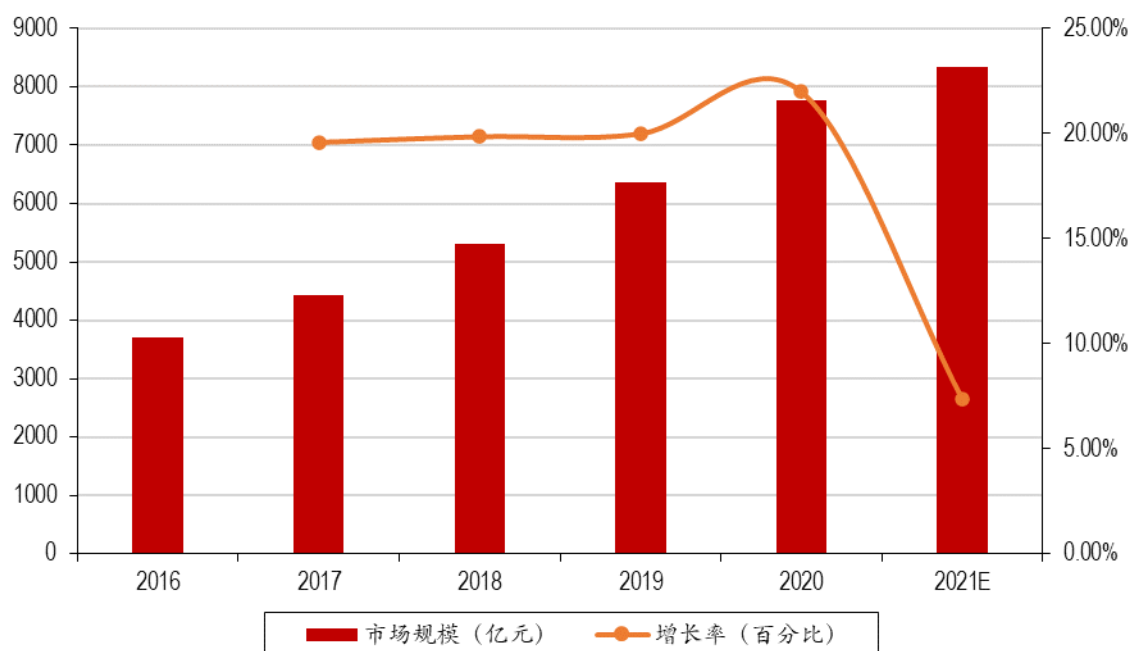


资料来源：中银证券

1、国内医疗器械发展现状

我国医疗器械产业迅速发展，现在产品门类已经比较齐全，进一步发展来看我国国内产业创新、进口替代、资本赋能以及不断增涨的需求，都将继续驱动医疗器械行业增长，预计我国医疗器械市场发展仍然可期。近年来，国家鼓励医疗器械创新政策，完善医疗器械监管政策频频出台，同时随着人们医疗卫生支出增加和新冠疫情带来的广大人民群众健康意识的增强及医疗基建强化的需求，将进一步驱动医疗器械市场的发展。根据《中国医疗器械蓝皮书（2020）》，2019年，我国医疗器械行业规模达6341亿元。其中，医疗设备、高值耗材、低值耗材及体外诊断分别占据总体市场的56.73%、19.76%、12.13%和11.38%。高值耗材中，血管介入、骨科植入及眼科为市场规模相对较大的细分市场。

图表 66. 2016-2021 年中国医疗器械市场规模

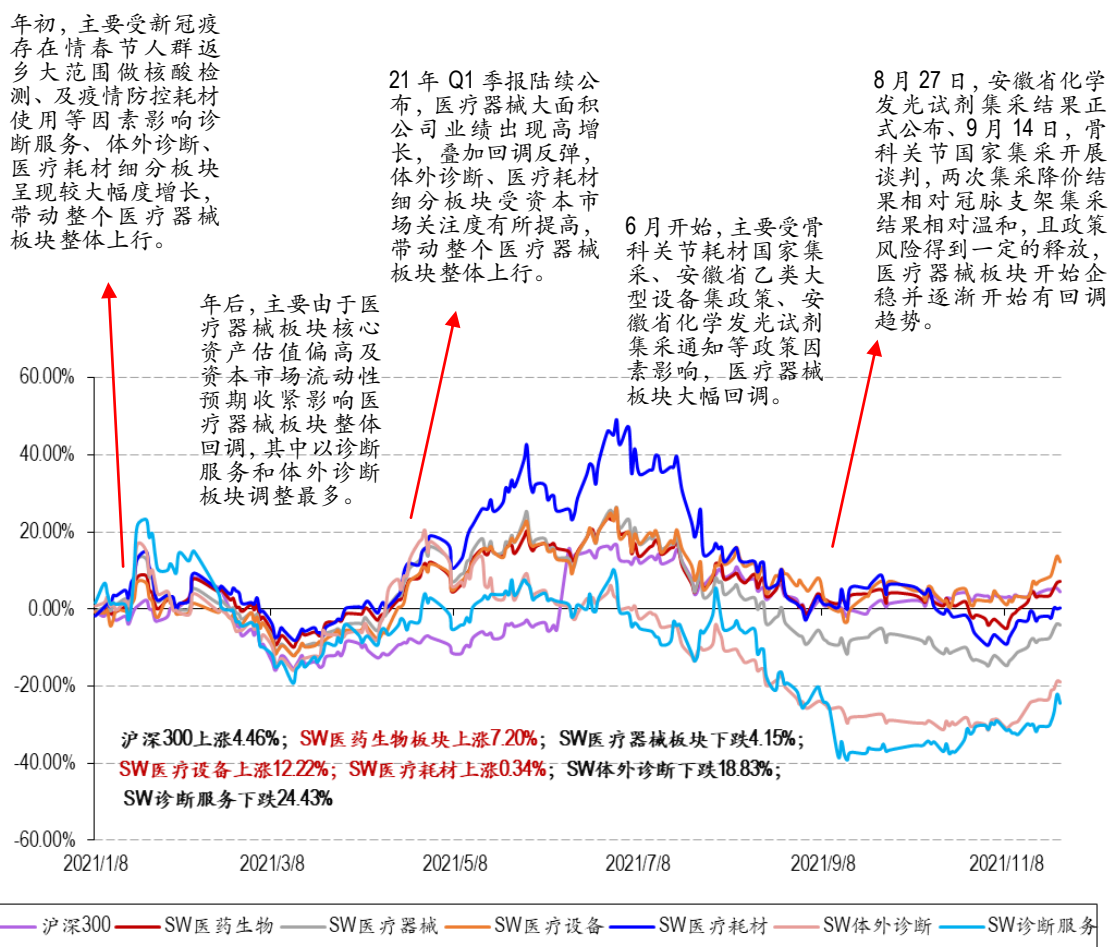


资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2020）》，中商产业研究院，中银证券

2、行情回顾

根据万得申银万国行业分类（2021）医药生物板块中医疗器械划分为医疗设备、医疗耗材、体外诊断三个细分子行业，为整体展现 IVD 行业情况我们把申银万国行业分类（2021）的医疗服务中的诊断服务划分到医疗器械板块之中。

图表 67. 医疗器械板块年初以来历史行情回顾

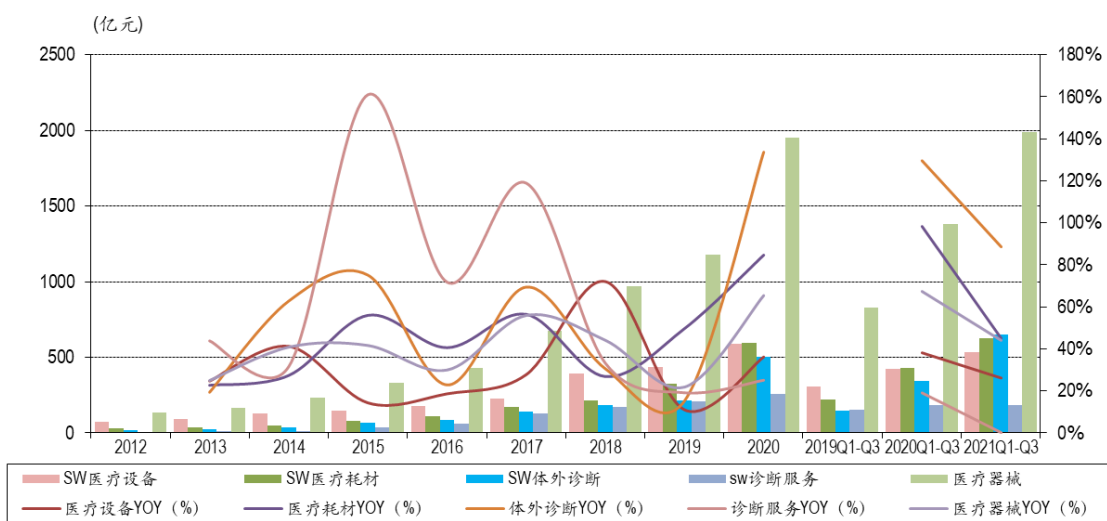


资料来源: 万得, 中银证券

注: 数据截至 2021.11.15; 沪深 300 在 6.15 附近有大幅度增长, 主要是因为沪深 300 指数的成分股在 6 月 15 日做了较大程度调整

回顾历史行情, 2021 年年初至 11.15 日以来, 医药生物板块整体上行 7.2 个百分点 (沪深 300 上行 4.46%), 医疗器械细分板块下跌 4.15%, 其中体外诊断下跌 18.83%, 诊断服务下跌 24.43%, 医疗耗材上涨 0.34%, 这主要是受基期数据即 2020 年板块估值较高 (主要是新冠疫情催化) 影响板块整体估值下行, 以及医疗耗材等相关集采政策的影响造成市场恐慌叠加资本市场流动性等因素影响, 导致相应细分板块出现不同程度回调。另外, 医疗设备细分板块年初医疗上涨 12.22%, 这主要是因为 2020 年受新冠疫情影响进出口贸易、销售活动等开展不方便且大幅减少, 导致医疗设备相关企业业绩受到影响, 2021 年随着国内疫情得到有效控制相关企业业务开始恢复, 业绩向好, 资本市场关注度提高。另外, 医疗设备尤其是高端医疗设备一直是国家高度关注的重点产业, 配套政策频出, 也使得医疗设备板块出现回调。

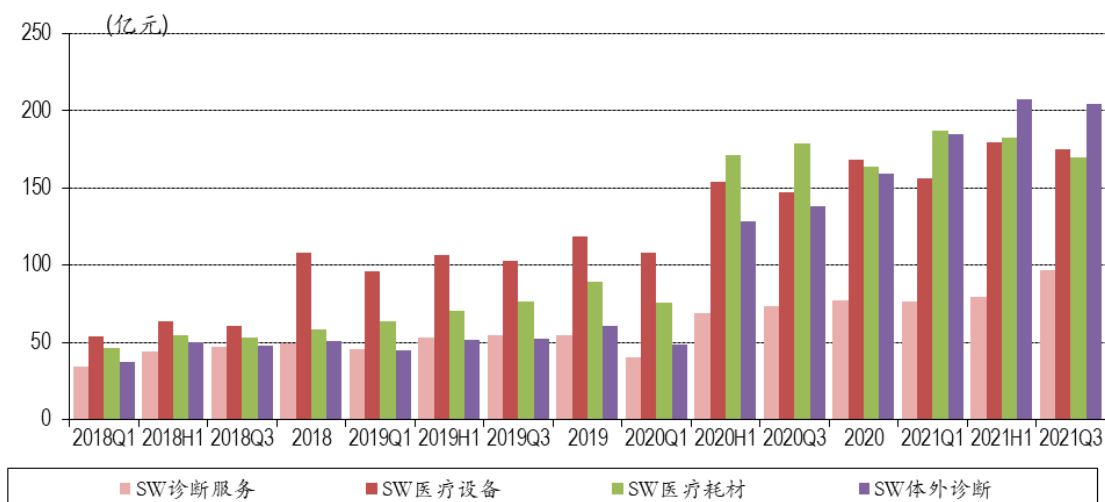
图表 68. SW 医疗器械细分板块总收入及同比增长率



资料来源：万得，中银证券

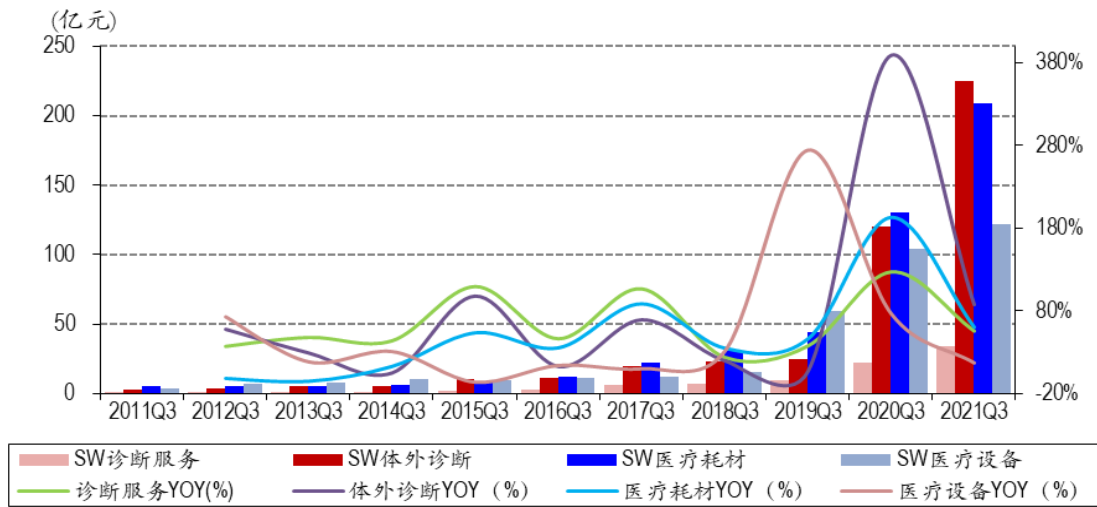
医疗器械板块整体营收在 2020 年突发新冠疫情的催化下大幅增长 65.4%，尤其是体外诊断细分行业 2020 年合计营收增长 133.6%，医用耗材细分行业 2020 年合计营收增长 84.7%。到 2021 年随着国内疫情得到有效控制，新冠疫情带来的业绩增量有所回落，单独看 2019 年-2021 年每年前三季度细分行业整体收入情况，合计收入虽然均有增长但是增长速度均有回落，其中医疗耗材增速下降程度更为明显。归母净利润方面，从每年前三季度来看，2020 年受新冠疫情影响医疗器械细分行业中体外诊断细分行业归母净利润大幅增长 388.8%，医疗耗材细分行业归母净利润大幅增长 193.4%，这分别主要源自于新冠诊断试剂的业绩增量和防疫耗材手套、口罩等带来的业绩增量。诊断服务的归母净利润也因核酸检测业务增量呈现较大幅度增长。而医疗设备细分行业受新冠疫情带来的贸易不畅及医院等终端市场常规业务减少等因素影响归母净利润增幅相对前年有所降低。2021 年随着国内新冠疫情得到有效控制，医疗器械细分行业归母净利润增速均有所回落，其中体外诊断子行业增速回落最为明显，医疗设备子行业受新冠疫情带来的负面影响也逐渐趋缓。销售毛利率方面，医疗器械个细分子行业销售毛利率均维持稳定或平稳增长，其中体外诊断子行业因新冠疫情相关增量业务 2020 销售毛利率增长较为明显，2021Q3 以来增速基本维持稳定。

图表 69. 2018Q1-2021Q3 单季度医疗器械细分板块收入情况



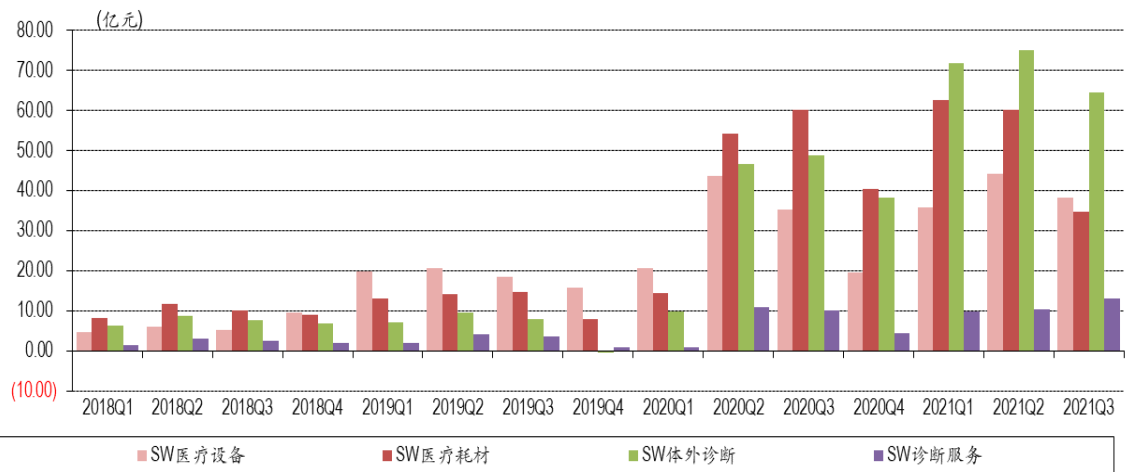
资料来源：万得，中银证券

图表 70. SW 医疗器械细分板块归母净利润（合计）及同比增长率



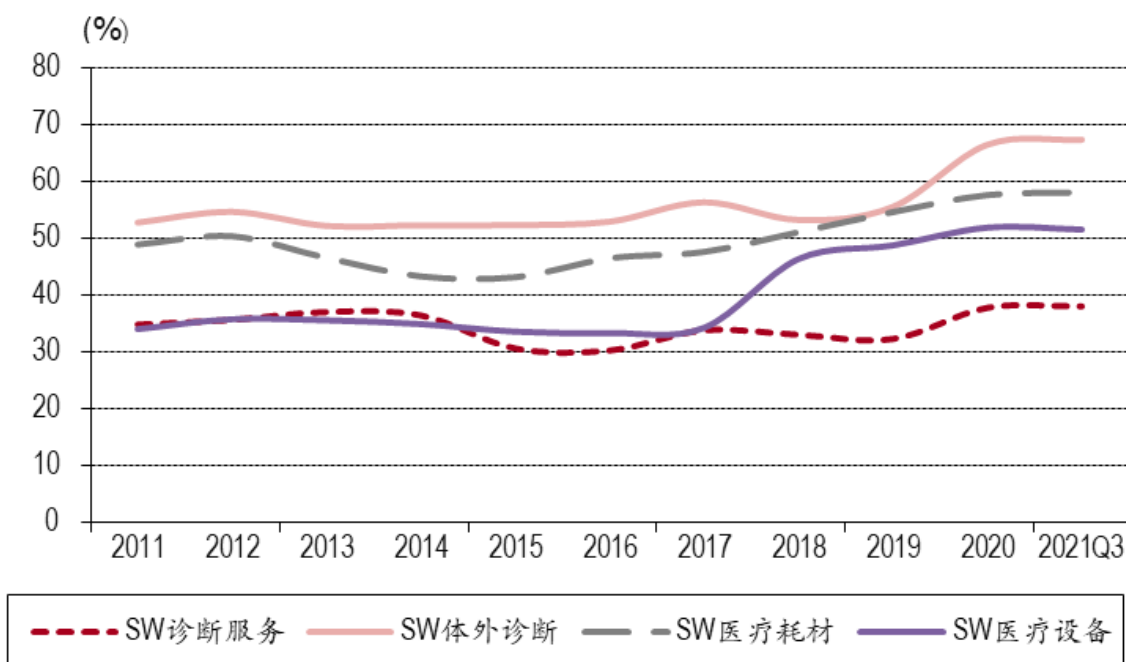
资料来源：万得，中银证券

图表 71. 2018Q1-2021Q3 单季度医疗器械细分板块归母净利润情况



资料来源：万得，中银证券

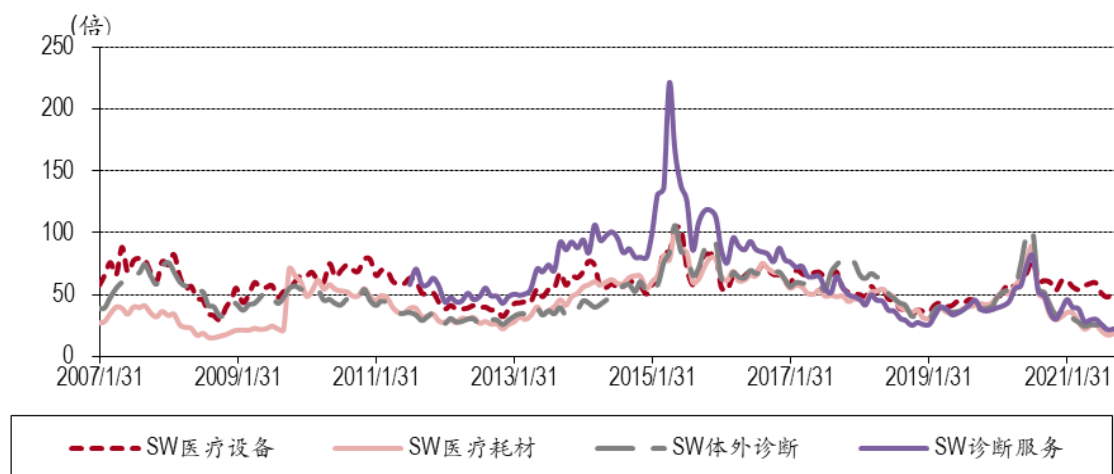
图表 72. SW 医疗器械细分板块销售毛利率



资料来源：万得，中银证券

从估值方面来看，2021 年医疗器械细分板块已经基本消化掉新冠疫情带来的板块估值提升，A 股医疗器械，尤其是体外诊断、医疗耗材、诊断服务细分行业市盈率已经处于 2007 年以来历史低位。

图表 73. SW 医疗器械细分板块市盈率 (TTM, 整体法)



资料来源：万得，中银证券

以下四张表格梳理了 A 股和 H 股医疗器械公司估值及年初至今以来区间涨跌幅情况，从中可以发现 A 股和港股医疗器械细分板块中绝大多数公司目前均处于 2011 年以来市盈率低位。

图表 74. A 股市场医用耗材公司汇总

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率PE(TTM)	2011.01.01-2021.11.15 市盈率分位数 (%)	2021.01.01-2021.11.15 区间涨跌幅 (%)
300595.SZ	欧普康视	544.50	90.93	68.69	9.57
300529.SZ	健帆生物	448.34	40.36	2.85	(17.36)
300003.SZ	乐普医疗	406.21	23.21	12.21	(16.57)
688029.SH	南微医学	341.15	113.39	79.69	39.34
300677.SZ	英科医疗	305.24	3.19	3.80	(49.50)
688161.SH	威高骨科	276.80	41.34	34.06	(34.75)
688050.SH	爱博医疗	247.08	146.89	2.32	35.98
600529.SH	山东药玻	244.41	39.44	86.28	(17.30)
688198.SH	佰仁医疗	243.17	464.64	94.48	225.06
688617.SH	惠泰医疗	201.61	100.19	5.45	17.83
002901.SZ	大博医疗	201.31	31.88	6.47	(31.86)
688366.SH	昊海生科	198.43	54.08	31.06	46.32
688016.SH	心脉医疗	193.95	64.18	4.13	7.52
002382.SZ	蓝帆医疗	153.88	4.68	1.91	(26.10)
300981.SZ	中红医疗	127.30	3.76	27.23	(35.70)
605369.SH	拱东医疗	111.94	35.11	65.41	146.38
603301.SH	振德医疗	99.70	10.67	28.87	(26.05)
002950.SZ	奥美医疗	88.59	16.79	41.33	(27.94)
603987.SH	康德莱	83.94	31.85	42.86	21.16
688613.SH	奥精医疗	77.56	60.71	7.30	(38.77)
301093.SZ	华兰股份	75.32	35.29	100.00	7.10
300653.SZ	正海生物	75.20	50.32	30.54	11.07
300326.SZ	凯利泰	74.68	—	—	(34.33)
688085.SH	三友医疗	60.86	39.99	11.62	(23.18)
603976.SH	正川股份	51.17	63.51	65.39	(53.47)
300453.SZ	三鑫医疗	48.11	32.49	2.40	5.32
603222.SH	济民医疗	47.43	40.67	1.12	2.96
300238.SZ	冠昊生物	45.61	65.61	9.75	(31.58)
301033.SZ	迈普医学	41.74	90.97	15.18	(11.05)
688314.SH	康拓医疗	41.50	57.00	9.39	(21.93)
002551.SZ	尚荣医疗	40.20	36.64	16.91	(26.77)
603309.SH	维力医疗	35.18	36.91	36.33	9.69
688108.SH	赛诺医疗	34.60	—	—	(37.34)
002817.SZ	黄山胶囊	20.83	38.33	2.98	7.02
688013.SH	天臣医疗	20.14	44.54	5.33	(16.08)
603880.SH	南卫股份	18.41	88.05	89.56	(34.59)
		5,326.09			

资料来源：万得，中银证券

注：数据截至 2021.11.15，按 2021.11.15 交易日

图表 75. A 股市场体外诊断公司汇总

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	2011.01.01-2021.11.15 市盈率分位数 (%)	2021.01.01-2021.11.15 区间涨跌幅 (%)
603392.SH	万泰生物	1,333.55	95.36	6.73	52.72
300676.SZ	华大基因	376.33	47.09	28.64	(29.06)
300832.SZ	新产业	374.84	41.35	13.77	(30.89)
688105.SH	诺唯赞	341.41	44.52		0.00
603658.SH	安图生物	339.22	35.70	4.16	(47.82)
002030.SZ	达安基因	269.46	7.84	0.35	(9.01)
688289.SH	圣湘生物	228.64	9.68	12.61	(49.65)
688298.SH	东方生物	180.05	3.65	3.54	(24.53)
300685.SZ	艾德生物	178.09	77.18	39.21	2.93
300463.SZ	迈克生物	164.04	16.02	2.96	(36.20)
300482.SZ	万孚生物	160.54	23.08	0.99	(47.18)
301087.SZ	可孚医疗	140.42	35.37	66.67	(1.36)
688575.SH	亚辉龙	116.40	53.79	9.89	(55.09)
300942.SZ	易瑞生物	110.24	52.69	6.81	(23.59)
600645.SH	中源协和	106.88	—		16.47
688317.SH	之江生物	102.28	12.19	75.42	(28.17)
688389.SH	普门科技	93.22	53.80	9.18	5.92
300406.SZ	九强生物	89.64	26.73	22.93	(38.85)
300639.SZ	凯普生物	83.11	11.29	1.01	(5.42)
000710.SZ	贝瑞基因	77.02	87.64	47.76	(42.93)
300439.SZ	美康生物	75.03	43.45	61.79	8.08
002022.SZ	科华生物	73.45	7.33	1.74	(6.13)
300318.SZ	博晖创新	73.36	—		(24.92)
688399.SH	硕世生物	73.15	5.93	1.55	(33.06)
002932.SZ	明德生物	72.98	6.01	0.65	61.24
688468.SH	科美诊断	70.05	47.26	27.27	(29.95)
688767.SH	博拓生物	68.83	8.63	36.76	(16.34)
603387.SH	基蛋生物	66.18	18.35	4.42	(24.89)
688068.SH	热景生物	62.48	3.95	1.80	159.80
688606.SH	奥泰生物	60.42	7.71	6.81	(34.69)
300642.SZ	透景生命	48.08	24.98	11.02	(7.54)
300396.SZ	迪瑞医疗	46.29	24.64	32.44	(26.85)
688656.SH	浩欧博	40.49	43.69	25.49	0.70
300289.SZ	利德曼	38.08	—		18.85
688338.SH	赛科希德	36.28	37.76	4.08	(20.04)
688217.SH	睿昂基因	33.32	62.76	8.79	(43.67)
688393.SH	安必平	27.45	29.55	18.14	(19.91)
688067.SH	爱威科技	18.40	53.54	22.37	(29.35)
300244.SZ	迪安诊断	205.99	18.13	2.28	(2.81)
301060.SZ	兰卫医学	96.68	49.61	63.49	32.13
603108.SH	润达医疗	59.40	14.15	3.55	(7.38)
603882.SH	金城医学	510.31	23.99	3.34	(13.95)
		6722.06			

资料来源：万得，中银证券

注：数据截至 2021.11.15，按 2021.11.15 交易日。迪安诊断、兰卫医学、润达医疗、金城医学按申银万国行业分类（2021）属医疗服务中诊断服务分类

图表 76. A 股市场医疗设备公司汇总

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率PE(TTM)	2011.01.01-2021.11.15 市 盈率分位数 (%)	2021.01.01-2021.11.15 区 间涨跌幅 (%)
300760.SZ	迈瑞医疗	4,460.74	56.06	45.20	(13.43)
002223.SZ	鱼跃医疗	348.96	21.80	9.09	24.59
688301.SH	奕瑞科技	323.64	82.48	73.29	
300171.SZ	东富龙	316.18	43.11	68.93	213.61
688139.SH	海尔生物	266.31	33.01	0.00	29.13
300298.SZ	三诺生物	156.78	116.76	99.32	(21.94)
300869.SZ	康泰医学	141.87	36.71	20.09	(70.22)
300633.SZ	开立医疗	124.60	188.12	90.43	19.88
600055.SH	万东医疗	118.87	61.61	41.75	118.74
300358.SZ	楚天科技	118.29	21.30	0.51	89.88
688277.SH	天智航-U	94.47	—		(40.99)
600587.SH	新华医疗	92.67	20.19	14.38	61.14
688677.SH	海泰新光	85.64	76.02	32.06	75.92
688626.SH	翔宇医疗	84.86	40.08	15.28	18.89
688580.SH	伟思医疗	70.92	42.82	12.86	2.94
300206.SZ	理邦仪器	66.67	24.87	11.53	(35.76)
688212.SH	澳华内镜	51.35	76.55		0.00
300273.SZ	和佳医疗	37.64	—		(18.38)
002432.SZ	九安医疗	35.80	—		(18.35)
300314.SZ	戴维医疗	35.51	46.09	25.33	(24.20)
688358.SH	祥生医疗	35.26	31.60	2.45	(11.56)
688607.SH	康众医疗	34.22	36.86	15.33	(53.97)
300049.SZ	福瑞股份	32.07	35.81	26.22	49.39
300562.SZ	乐心医疗	27.15	49.07	14.14	(41.38)
300030.SZ	阳普医疗	26.65	—		(29.65)
300246.SZ	宝莱特	24.97	24.80	12.12	(32.84)
300753.SZ	爱朋医疗	22.41	25.72	11.89	(14.86)
		7,234.47			

资料来源：万得，中银证券

注：数据截至 2021.11.15，按 2021.11.15 交易日

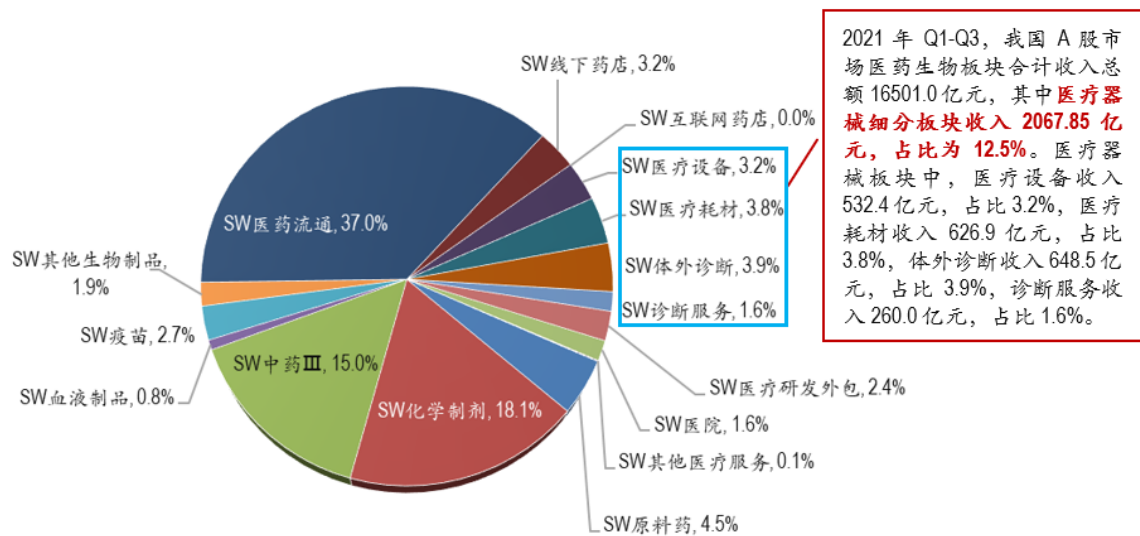
图表 77. 港股医疗器械公司

证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	2011.01.01-2021.11.15 市 盈率分位数 (%)	2021.01.01-2021.11.15 区 间涨跌幅 (%)
微创医疗	700.8449	-41.8006	25.4600	(8.1682)
威高股份	553.0465	20.5099	43.0500	(30.1211)
昊海生物科技	241.9726	18.7401	49.3200	17.6248
先健科技	176.4042	45.6495	54.1800	(14.3820)
启明医疗-B	168.4664	-55.7304	74.4200	(51.6762)
沛嘉医疗-B	129.8769	-23.7562	35.0400	(31.3475)
康基医疗	108.7942	24.5385	2.9300	(41.8946)
爱康医疗	83.6775	26.5123	7.4600	(44.0945)

资料来源：万得，中银证券

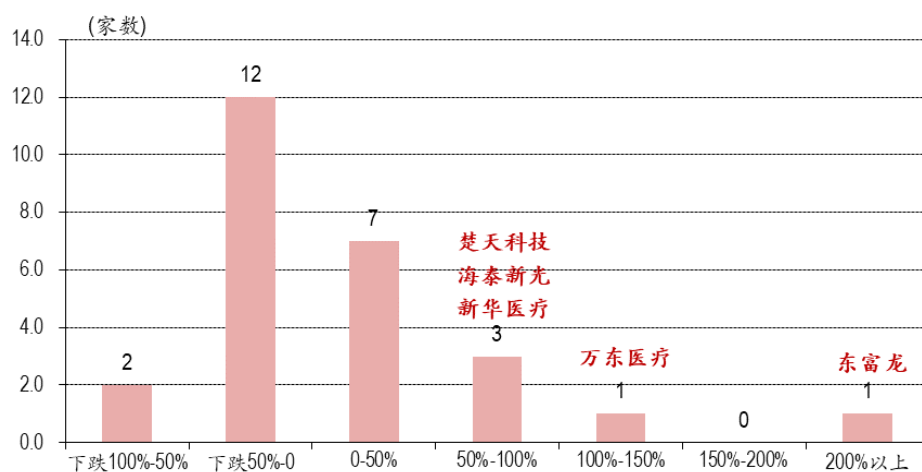
注：数据截至 2021.11.15，按 2021.11.15 交易日

图表 78. 2021 年 Q1-Q3 我国 A 股市场医药生物行业细分板块合计收入情况



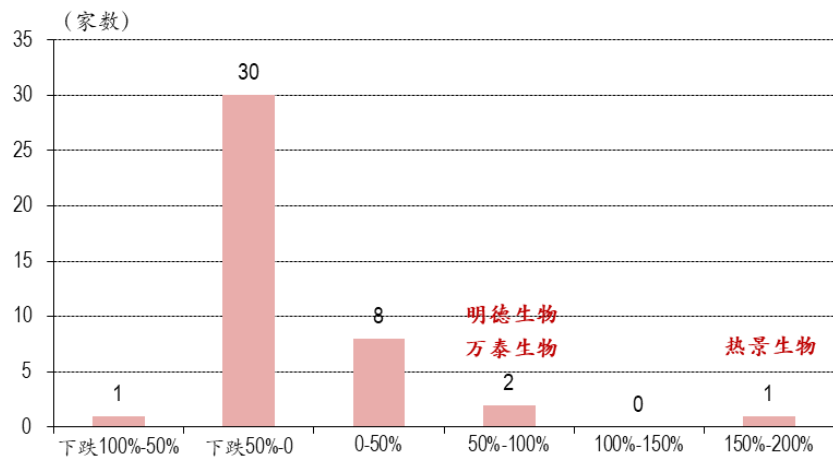
资料来源: 万得, 中银证券

图表 79. SW 医疗设备企业年初至今涨跌幅统计



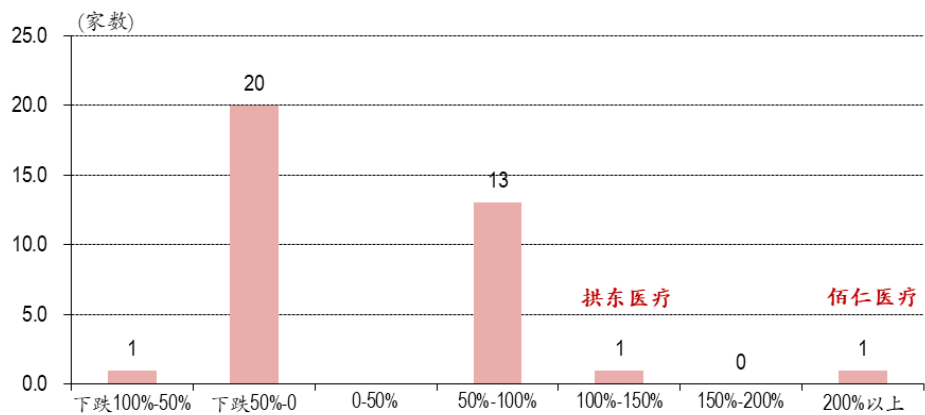
资料来源: 万得, 中银证券

图表 80. SW 体外诊断企业年初至今涨跌幅统计



资料来源：万得，中银证券

图表 81. SW 医用耗材企业年初至今涨跌幅统计



资料来源：万得，中银证券

2021年 Q1-Q3，我国 A 股市场医药生物板块合计收入总额 16501.0 亿元，其中医疗器械细分板块收入 2067.85 亿元，占比为 12.5%。医疗器械板块中，医疗设备收入 532.4 亿元，占比 3.2%，医疗耗材收入 626.9 亿元，占比 3.8%，体外诊断收入 648.5 亿元，占比 3.9%，诊断服务收入 260.0 亿元，占比 1.6%。

从 2021 年初以来医疗器械板块个股涨跌幅来看，A 股市场 26 家医疗设备公司中有 12 家公司上涨，其中楚天科技、海泰新光、新华医疗涨幅在 50%-100% 之间，万东医疗涨幅在 100% 以上，东富龙涨幅达 213.61%；A 股市场 42 家体外诊断公司中有 11 家公司上涨，其中明德生物、万泰生物涨幅在 50%-100% 之间，热景生物涨幅达 159.80%；A 股市场 36 家医疗设备公司中有 15 家公司上涨，其中拱东医疗涨幅在 100%-150% 之间，佰仁医疗涨幅达 225.06%；港股 8 家医疗器械公司中仅昊海生物科技一家公司上涨，涨幅为 17.62%。

图表 82. 年除以来涨幅较大几家医疗器械公司情况

证券代码	证券简称及所属申万行业名称(2021)	公司简介	总市值 (亿元)	2020 年营业收入 (亿元)	2021Q3 营业收入 (亿元)
002932.SZ	明德生物	体外专业从事体外诊断试剂及配套仪器(POCT\分子诊断\化学发光\血气等)以及移动心电产品的研发、生产和销售的国家高新技术企业。高通量 POCT 领航者,胸痛中心及远程心电网络建设领先者。	72.98	9.59	19.38
300171.SZ	东富龙	以医用冻干机及冻干系统的研发、设计、生产、销售和服务为一体的高新技术企业。公司为国内最大的冻干机设备制造商,是我国替代进口冻干系统产品的代表企业,冻干机产销量居国内行业首位。	316.18	27.08	28.82
300358.SZ	楚天科技	公司主营业务为水剂类制药装备的研发、设计、生产、销售和服务。已利用自动化与信息化技术成功研制了部分智能医药生产机器人及其生产线,正向打造医药工业 4.0 智慧工厂整体解决方案的 EPC 服务商转型。公司是国内领先的制药装备制造商,是我国替代进口制药装备产品的代表企业,水剂类制药装备产销量居国内行业前列。	118.29	35.76	36.82
600055.SH	万东医疗	公司致力于医用 X 射线诊断设备、磁共振成像设备、齿科诊断和治疗设备、血液健康产品的开发、生产与销售。在医用 X 射线诊断设备相关技术和医学影像技术领域处于全国领先地位,以大型血管造影和介入治疗系统、高频数字胃肠诊断系统和直接数字成像系统为代表的高端产品,其技术含量已达到国际同类产品先进水平,主导产品相继通过了欧盟 CE 产品认证和美国 FDA 产品认证。	118.87	11.32	8.01
600587.SH	新华医疗	公司以医疗器械及装备、制药装备、医疗服务为主要业务板块。在医疗器械板块,已形成九大配置精良、技术完备的先进产品线,涵盖感染控制、放疗及影像、手术器械及骨科、手术室工程及设备、口腔设备及耗材、体外诊断试剂及仪器、生物材料及耗材、透析设备及耗材、医用环保及其他领域。制药装备板块,由生物制药、特种输液、中药制剂、固体制剂四大工程技术中心组成,集制药装备研发、制造及销售为一体。在医疗服务领域,新华医疗持续提升着品牌竞争力和美誉度。凭借专业的投资、建设、运营及采购和服务平台,打造具有先进医疗理念、前沿科研水平、品牌经营连锁、资源有机融合的现代化医院集团。	92.67	91.51	73.55
603392.SH	万泰生物	公司是从从事体外诊断试剂、体外诊断仪器与疫苗的研发、生产及销售的高新技术企业。公司坚持自主创新、坚持关键技术攻关,走产学研结合道路,现已发展成为我国创新免疫诊断产品和创新疫苗研发的领先企业。公司体外诊断领域的核心产品有艾滋病病毒诊断试剂,病毒性肝炎系列诊断试剂,全自动管式化学发光免疫分析系统等。	1,333.55	23.54	35.96
605369.SH	拱东医疗	主营业务为一次性医用耗材的研发、生产和销售,主要产品可分为真空采血系统、实验检测类耗材、体液采集类耗材、医用护理类耗材和药品包装材料等类型,产品广泛应用于临床诊断和护理、科研检测、药品包装等领域。产品覆盖了境内绝大部分省市,并销往北美洲、亚洲、南美洲、非洲、欧洲的多个国家和地区。	111.94	8.30	8.47
688068.SH	热景生物	体外诊断试剂及仪器研发、生产和销售生物高新技术企业。构建了可满足不同终端用户需求的全场景(POCT 现场快速检测、中心实验室自动化高通量检测)免疫诊断平台。试剂产品主要包括肝脏疾病、心脑血管类疾病以及感染炎症类疾病检测三大系列。其特色的上转发光免疫分析技术,荣获 2015 年国家技术发明二等奖。同时拥有国内首个、国际第二个具有完全自主知识产权的“肝癌早诊三联检产品”,其中甲胎蛋白异质体(AFP-L3%)、异常凝血酶原(DCP),以及高尔基体蛋白 73(GP73)化学发光检测产品均为国内独家产品。	62.48	5.14	37.96

资料来源:万得,中银证券

注:总市值数据截止于 2021.11.15

续图表 82. 年除以来涨幅较大几家医疗器械公司情况

证券代码	证券简称及所属申万行业名称(2021)	公司简介	总市值 (亿元)	2020 年营业收入 (亿元)	2021Q3 营业收入 (亿元)
688198.SH	佰仁医疗(医疗耗材)	佰仁医疗(医疗专注于动物源性植介入医疗器械研发与生产,产品应用于心脏瓣膜置换与修复、先天性心脏病植介入治疗以及外科软组织修复。公司已获准注册 10 个 III 类医疗器械产品,其中人工生物心脏瓣膜(牛心包瓣、猪主动脉瓣)、肺动脉带瓣管道、瓣膜成形环、心胸外科生物补片等 5 项产品为国内首个获准注册的同类产品,填补了国内空白。公司产品已在北京安贞医院、解放军 301 医院、复旦大学附属中山医院、广东省人民医院、河南省人民医院、四川大学华西医院、沈阳军区总医院、上海儿童医学中心等 300 余家国内三甲医院里临床应用。	243.17	1.82	1.83
688677.SH	海泰新光(医疗设备)	海泰新光(医疗医用成像器械行业的高新技术企业,主要从事医用内窥镜器械和光学产品的研发、生产和销售。公司聚焦光学和微创医疗器械技术,围绕“光学技术、精密机械技术、电子技术及数字图像技术”四大技术平台形成了光学系统设计、光学加工、光学镀膜、光学系统集成与检测、精密机械设计及封装、电子控制、数字图像处理等多项核心技术。	85.64	2.75	2.18
6826.HK	昊海生物科技(医疗耗材)	昊海生物科技应用生物医用材料技术和基因工程技术进行医疗器械和药品研发、生产和销售,致力于通过技术创新及转化、国内外资源整合及规模化生产,为市场提供创新医疗产品,逐步实现相关医药产品的进口替代。公司完成了以医用透明质酸钠/玻璃酸钠和医用几丁糖为代表的可吸收生物医用材料的行业重组,实现了创新基因工程药物重组人表皮生长因子的产业化,进而在眼科、整形美容与创面护理、骨科和防粘连及止血四个主要业务领域取得了行业领先优势。此基础之上,公司通过一系列并购,构建了从原料制备、光学设计、创新工艺研发到规模化生产和专业市场营销的人工晶状体全产业链。	241.97	13.27	12.87

资料来源:万得,中银证券

注:总市值数据截止于 2021.11.15

回顾过往,医疗器械板块中低值耗材在 2020 年新冠疫情爆发以来受短期需求激增影响,相关企业收入大幅增加,随着 2021 年国内疫情得到有效控制出现细分板块大幅回调。但考虑常规低值耗材的持续需求及国际疫情的常态化,细分板块或将企稳。高值耗材板块在新冠疫情爆发以来受影响严重。疫情期间,常规的手术治疗数量大幅缩减,骨科类、心内科支架、起搏器以及腔镜类器械短期冲击较大。但考虑人口老龄化、及各类疾病出现增加等原因,长期来看,短期的手术量下降并不影响高值耗材的长期逻辑。另外,带量采购政策的推行大大减轻了患者和医保基金的压力,对于行业来说其集中度将进一步提升。医疗设备 2020 年因疫情对贸易及医院常规化诊疗项目降低等负面影响,在 2021 年开始逐步恢复,创新型高端医疗设备国内推进进口替代并逐渐走向国际市场,未来发展可期。体外诊断板块经历了 2020 年的高光时刻 2021 年坐了一波过山车,也是在这一轮新冠疫情的契机下体外诊断行业发生了重大变革。因新冠业务使得现金流充沛的企业开始并购转型;大型体外诊断企业开始抓住机会推广海外市场或者打通 IVD 上游产业链,布局 IVD 一体化业务;同时 PCR、NGS 等检测手段得到了更广泛的科普,分子诊断更加得到重视,未来早筛、伴随诊断等特检业务或将迎来重大机会。

3、医疗器械政策分析

国家一直重视医疗器械产业的发展,配套政策更是层出不穷。归纳政策大概可以分为几类,鼓励创新型、加强监管型、带量&集采型(医保控费,但其实也是鼓励创新)。加强监管鼓励创新给我国医疗器械企业提供了一个良好的政策环境。医保控费之下试剂集采的逐步展开更是倒逼医疗器械企业转型升级。

新版《医疗器械监管条例》的关键词—创新。新增条例再次强调国家对医疗器械自主创新的全面支持,特别提出对做出创新贡献的单位和个人给予表彰奖励。《条例》指出,国家在制定医疗器械产业规划和政策时,把医疗器械创新纳入发展重点,对创新医疗器械予以优先审评审批;国家完善医疗器械创新体系,支持医疗器械的基础研究和应用研究,特别是在科技立项、融资、信贷、招标采购、医疗保险等方面予以支持。

总之，医保政策、创新产品注册审批绿色通道及日趋良好的资本市场环境给医疗器械企业同时带来了挑战更是机遇，创新驱动将成为医疗器械企业接下来生存发展的关键。

图表 83.近年来国家鼓励医疗器械创新及加强监管等政策梳理

颁布时间	颁布单位	名称	相关内容
2021年6月	国家药监局	《医疗器械管理条例(2020修订)》	主要规定医疗器械产品注册与备案、医疗器械生产、经营与使用、不良事件的处理与医疗器械的召回、监督检查，法律责任与内容。
2020年7月	国家卫生健康委与国家中医药管理局	《医疗联合体管理办法》	加强医联体内药品、耗材供应保障，在医联体内推进长期处方、延伸处方，逐步统一药品耗材管理平台。通过远程医疗、远程会诊、远程查房、远程教学、远程心电检查、远程监护等形式，逐步推进互联网诊断，利用信息化手段，下沉优质医疗资源，提升基层医疗服务能力。
2020年6月	中央全面深化改革委员会第十四次会议		加快推进健全分级诊疗制度、完善医防协同机制、深化公立医院改革、深化医保支付方式改革、加强医保基金监管、加强基层医疗卫生机构能力建设、完善药品供应保障体系等重点任务，完善相关配套支撑政策，打好改革组合拳。要高度重视新一代信息技术在医药卫生领域的应用，重塑医药卫生管理和服务模式，优化资源配置、提升服务效率。
2020年2月	国务院	《中国国务院深化医疗保障制度改革的意见》	到2025年医疗保障制度更加完善，基本完成待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监督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任务。深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革。坚持招采合一、量价挂钩，全面实行药品、医用耗材集中带量采购。
2020年1月	国家药监局、卫生健康委	《定制式医疗器械监督管理规定(试行)》	主要规定定制式医疗器械注册监督管理，保障定制式医疗器械的安全性、有效性，满足患者个性化需求
2020年1月	国家卫检委办公室	《关于印发第一批国家高值医用耗材重点治理的清单》	加强高值医用耗材规范化管理，列示18项第一批国家高值医用耗材重点治理的清单，包括脊柱椎体间固定/置换系统、髋关节假体、单/多部件金属骨固定器械及附件等。
2019年10月	国家药监局	《无源植入性骨、关节及口腔硬组织个性化增材制造医疗器械注册申报资料的一般要求》	明确无源性植入骨、关节及口腔组织个性化增材制造医疗器械产品注册申报资料的一般要求；旨在推动和规范个性化增材制造医疗器械的创新，指导申请人进行个性化增材制造医疗器械产品的注册申报，为医疗器械监管部门对注册申报资料的审评提供技术参考。
2019年10月	国家药监局	《医疗器械唯一标识系统规划》	主要规范医疗器械在生产流通使用环节唯一的产品标识和生产标识。
2019年10月	国家医疗保障局	《关于印发疾病诊断相关分组(DRG)付费国家试点技术规范的通知》	对DRG的基本原理、适用范围、名词定义，以及数据要求、数据质控、标准上传规范、分组策略与原则、权重与费率确定方法等进行了规范；同时明确了国家医疗保障疾病诊断相关分组是全国医疗保障部门开展DRG付费工作的唯一标准
2019年7月	国家药监局	关于扩大医疗器械注册人制度试点工作的通知	加快推进医疗器械产业创新发展，为全面实施医疗器械注册人制度进一步积累经验，在上海、广东、天津自贸区开展医疗器械注册人制度试点工作的基础上，进一步扩大医疗器械注册人制度试点工作。
2019年5月	国务院	《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》	持续推进国家组织医药集中采购和使用试点、推进高值医用耗材改革、巩固完善国家基本药物制度
2019年3月	国家药监局	《关于调整医疗器械临床试验审批程序的公告》	进一步优化临床试验审批程序，自医疗器械临床试验审批申请受理并缴费之日起60个工作日之内，在预留联系方式、邮寄地址有效的前提下，未收到器审中心意见的，可以开展临床试验。
2019年1月	国家市场监督管理总局、卫生健康委	《医疗器械不良事件监测和再评价管理办法》	主要规范医疗器械不良事件监测和再评价，及时、有效控制医疗器械上市后风险。
2018年12月	国家药监局	《国家药监局关于发布药品医疗器械境外检查管理规定的公告》	主要规范药品医疗器械境外检查工作，保证进口药品医疗器械质量。
2018年8月	国务院	《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》	由药监局、卫健委、医保局负责推进医疗器械国产化，促进创新产品应用推广，国产医疗器械的进口替代步伐有望进一步加快。
2018年3月	国家卫计委等六部门	《关于破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的公告》	持续深化药品耗材领域改革，实行高值医用耗材分类集中采购，逐步推行高值医用耗材购销“两票制”。

资料来源：相关政府部门官网，中银证券

续图表 83.近年来国家鼓励医疗器械创新及加强监管等政策梳理

颁布时间	颁布单位	名称	相关内容
2017年10月	国务院	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	旨在促进药品医疗器械产业结构调整和科技创新,提高产业竞争力,满足公众临床需要;对改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药物创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支持能力、加强组织实施等提出了意见。
2017年5月	国务院	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	推动企业提高创新、研发能力,实现药品医疗器械质量达到或接近国际先进水平,更好支持多层次多样化医疗服务发展;支持自主知识产权药品、医疗器械和其他相关健康产品的研制应用。
2017年5月	科技部	《“十三五”医疗器械科技创新专项计划》	提出在骨科修复与植入材料及器械领域,重点开发具有国际领先水平的可承载骨诱导修复材料,可吸收骨固定产品,高耐磨、长耐久新型人工髌、人工膝及人工间盘等产品。
2017年1月	发改委等	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》(2016年版)	明确认定髌/膝/肩等人工关节假体、骨诱导人工骨、人工骨/金属骨固定材料、人工椎间盘等骨科植入材料为战略新兴产业重点产品。
2017年1月	国务院	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	加大药品、耗材流通行业结构调整力度,引导供应能力均衡配置,加快构建药品流通全国统一开放、竞争有序的市场格局,破除地方保护,形成现代流通新体系。开启高值耗材、检验检测试剂、大型医疗设备集中采购。规范和推进高值医用耗材集中采购,统一高值医用耗材编码标准,区别不同情况推行高值医用耗材招标采购、谈判采购、直接挂网采购等方式,确保高值医用耗材采购各环节在阳光下运行。
2016年12月	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	积极开发新型医疗器械,构建移动医疗、远程医疗等诊疗新模式,促进智慧医疗产业发展,推进应用高性能医疗器械,推进适应生命科学新技术发展的新仪器和试剂研发,提升我国生物医学工程产业整体竞争力。利用增材制造等新技术,加快组织器官修复和替代材料及植介入医疗器械产品创新和产业化。
2016年10月	国家卫生计生委 科学技术部	《关于全面推进卫生与健康科技创新的指导意见》	注重“全链条”协同创新,围绕产业链部署创新链,围绕创新链完善资金链。统筹推进生物医药、医疗器械、医疗技术与服务、食品药品安全、健康医疗大数据以及健康医疗服务管理模式等“全链条”创新。加强多学科交叉,支持技术与产业融合、科技与金融结合。
2016年10月	工信部、国家 发改委、国家食 药品监督管理总 局等六部委	《医药工业发展规划指南》	医疗器械重点推进领域包括医学影像设备、体外诊断产品、治疗设备、植入介入产品和医用材料、移动医疗产品等。到2020年,医疗器械行业市场规模保持年均增速高于10%。在高值医用耗材领域,重点发展全降解冠脉支架,心脏瓣膜,可降解封堵器,可重复使用介入治疗用器械导管,人工关节和脊柱等。
2016年4月	国务院	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	对2016年我国医疗领域改革重点工作领域做出了统一部署,并明确指出积极鼓励公立医院综合改革试点城市推行“两票制”,压缩中间环节,降低虚高价格。
2016年3月	国务院	《关于促进医药产业健康发展的指导意见》	鼓励国产医疗器械企业加强技术创新,提升我国医疗器械的产业核心竞争力。加快医疗器械转型升级,明确提出发展人工关节、脊柱等高端植介入产品。
2016年3月	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	“十三五”规划指出,要深化医药卫生体制改革,坚持预防为主方针,建立健全基本医疗卫生制度,实现人人享有基本医疗卫生服务,推广全民健身,提高人民健康水平。此外,深化药品医疗器械审评审批制度改革,探索按照独立法人治理模式改革审评机构。
2016年1月	国务院	《“健康中国2030”规划纲要》	加强创新医疗器械和临床急需医疗器械的审评审批;加强高端医疗器械等创新能力建设,加强医疗器械转型升级,提高具有自主知识产权的医学诊疗设备、医用材料的国际竞争力。到2030年,药品、医疗器械质量标准全面与国际接轨。
2016年1月	国家食品药品监 督管理总局	《医疗器械分类规划》	用于指导制定医疗器械分类目录和确定新的医疗器械的管理类别。
2015年5月	国务院	《中国制造2025》	生物医药和高性能医疗器械被定为十大重点领域之一。提高医疗器械的创新能力和产业化水平,重点发展影像设备、医用机器人等高性能诊疗设备,全降解血管支架等高值医用耗材,可穿戴、远程诊疗等移动医疗产品。实现生物3D打印、诱导多能干细胞等新技术的突破和应用。
2013年10月	国务院	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	支持创新药物、医疗器械、新型生物医药材料研发和产业化,支持数字化医疗产品和适用于个人及家庭的健康检测、监测与健康物联网等产品的研发。
2012年8月	卫生部	《“健康中国2020”战略研究报告》	重点扶+ A3:D37 持自主研发药品、医用耗材、医疗器械和大型医疗仪器,以及与健康生活方式相关的健康产业。

资料来源:相关政府部门官网,中银证券

图表 84. 国家层面“十四五”规划强调医疗器械产业的重要性地位

方向	规划内容
优化产业升级	培育先进制造业集群，突破腔镜手术机器人、体外膜肺氧合机等核心技术，研制高端影像、放射治疗等大型医疗设备及其关键零部件。发展脑起搏器、全降解血管支架等植入产品，推动康复辅助器具提质升级。
国家实验室	加快构建以国家实验室为引领的战略科技力量。在量子信息、光子与微纳电子、网络通信、人工智能、 生物医药 、现代能源系统等重大创新领域组建一批国家实验室，重组国家重点实验室，形成结构合理、运行高效的实验室体系。
重大科技创新平台	支持有条件的地方建设区域科技创新中心，具体包括支持北京、上海、粤港澳大湾区形成国际科技创新中心，建设北京怀柔、上海张江、大湾区、安徽合肥综合性国家科学中心。
核心技术攻关	打好关键核心技术攻坚战，具体领域包括人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域，新发突发传染病和生物安全风险防控、 医药和医疗设备 、关键元器件零部件和基础材料、油气勘探开发等领域关键核心技术
智慧医疗	要加快数字化发展，建设数字中国。聚焦教育、 医疗 、养老、妇幼、就业、文体、助残等重点领域，推动数字化服务普惠应用，持续提升群众获得感。推进学校、 医院 、 养老院 等公共服务机构资源数字化，加大开放共享和应用力度。 推进线上线下公共服务共同发展、深度融合 ，积极发展互联网医院，探索建立在线医疗监管框架，完善相关法律法规和伦理审查规则
构建公共卫生体系	改革疾病预防控制体系，强化监测预警、风险评估、流行病学调查、检验检测、应急处置等职能。建立分级分层分流的传染病救治网络，建立健全统一的国家公共卫生应急物资储备体系，大型公共建筑预设平疫结合改造接口。

资料来源：《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，前瞻产业研究院，中银证券

近年来高值耗材支付政策，冠脉支架，骨科耗材、临床检测试剂逐步在国家或者个别省份范围展开集采。我们相信医疗器械细分领域的集采将逐步展开并成为常态化现象。所以，我们认为未来海外市场将成为业内重要的收入来源，能否进入国外市场将变得更加举足轻重。同时，产品创新将更加成为未来器械耗材企业赖以生存的不二法门。

图表 85. 近年来国家开展的医用耗材集采事件梳理

时间	部门	事件
2019年7月	国务院	印发了《治理高值医用耗材改革方案的通知》。通知规定：按照带量采购、量价挂钩、促进市场竞争等原则探索高值医用耗材分类集中采购。所有公立医疗机构采购高值医用耗材须在采购平台上公开交易、阳光采购。并从下半年起鼓励医疗机构联合开展带量采购谈判，并完善价格形成机制。
2020年1月	国家卫健委	公布了《关于印发第一批国家高值医用耗材重点治理清单的通知》，列举18项高值医用耗材作为第一批高值医用耗材重点治理对象，包括脊柱椎体间固定/置换系统、刨骨器、髌关节假体、单/多部件金属骨固定器械及附件。
2020年10月	国家组织高值医用耗材联合采购办公室	发布《关于发布国家组织冠脉支架集中带量采购文件（GH-HD2020-1）的公告》，首批国家集中带量采购的冠脉支架品种首年意向采购量超过107万个，涉及27个产品，金额超123亿元，占据心脏支架市场规模80%。后续冠脉支架集采后价格从均价1.3万元左右下降至700元左右，与2019年相比，相同企业的相同产品平均降价93%，国内产品平均降价92%，进口产品平均降价95%。
2020年11月20日	国家医疗保障局医药价格和招标采购指导中心	下发了《关于开展高值医用耗材第二批集中采购数据快速采集与价格监测的通知》（医保价采中心函〔2020〕26号），明确指出第二批医用耗材清单主要包括的类别有人工髌关节、人工膝关节、骨科材料、除颤器、封堵器和吻合器。
2021年3月初	国家医疗保障局医药价格和招标采购指导中心	《关于开展部分高值医用耗材医院采购数据填报的通知》（医保价采中心函〔2021〕7号），人工关节类、脊柱类、创伤类高值耗材已正式开始采购数据填报。
2021年3月4日	四川省医保局	发布了《四川省医药机构医用耗材集中采购实施方案》政策解读，特别指出，除清洗液外的全部体外诊断试剂纳入了此次集中采购的范围。
2021年4月	—	全国人工关节类耗材带量采购方案征求意见稿公布，人工关节成为继冠脉支架后第二个进行国家层面集采的品种。此后，安徽省乙类大型医疗设备化学发光试剂集采、宁波种植牙集采等政策陆续发布。
2021年7月	国务院	《关于印发治理高值医用耗材改革方案的通知》完美形成价格机制，降低高值医用耗材虚高价格；规范医疗服务行为，严控高值医用耗材不合理使用；健全监督管理机制，严肃查处违法违规行；完善配套政策，促进行业健康使用；坚持三医政策，强化组织实施。
2021年6月	国家医保局、国家发展改革委、卫生健康委、市场监管总局、国家药监局等八部门	《关于开展国家组织高级医用耗材集中带量采购和使用的指导意见》根据临床需求，遵循医疗技术发展规律，合理确定集中带量采购的高值医用耗材品种范围，确定质量和供应，满足人民群众基本医疗需求。招采合一、量价挂钩。明确采购量，以量换价、确保使用，畅通采购、使用、结算等环节，改革高值医用耗材等采购和使用中的不合理因素，治理价格虚高问题。考虑不同高值医用耗材临床使用特点，功能、技术、使用差异，以及生产供应能力等因素，形成具体采购方案，引导公平竞争等。
8月31日	国家医保局、国家卫生健康委、国家发改	委等8部门 联合印发《深化医疗服务价格改革试点方案》，其中明确指明，要探索制定医保支付标准，建立健全医保医用耗材目录管理制度，推进医用耗材全部挂网采购，扩大高值医用耗材集中带量采购范围。医用耗材从价格项目中逐步分离，发挥市场机制作用，实行集中采购、“零差率”销售。

资料来源：相关政府部门官网，中银证券

图表 86.各地区医用耗材集采事件及结果梳理

时间	地区	品种	平均降幅
2019.07	江苏	血管介入类（雷帕霉素及其衍生物支架）、双腔起搏器类	冠状支架：平均降幅 51.01%，最高降幅 66.07%；双腔起搏器：平均降幅 15.86%，最高降幅 38.13%
2019.07	安徽	骨科植入（脊柱）类、眼科（人工晶体）类	骨科（脊柱）类：国产品类平均降价 55.9%，进口平均降幅 40.5%，总体平均降价 53.4%，单个组件最大降幅 95%；人工晶体：国产品类平均降价 18.1%，进口品类平均降价 20.9%，总体平均降价 20.5%
2019.09	江苏	眼科（人工晶体）类、血管介入球囊类、骨科人工髌关节类	眼科人工晶体类：平均降幅 26.89%，最大降幅 38%；血管介入球囊类：平均降幅 74.37%，最大降幅 81.05%；骨科人工髌关节类：平均降幅 47.2%，最大降幅 76.70%
2019.12	贵州黔南	骨科创伤类	全州骨科创伤类高值耗材平均降幅 62.2%
2020.01	山西	冠脉支架	中选产品平均降幅 52.98%，最高降幅 69.12%，最低降幅 40.2%
2020.04	京津冀 3+N	人工晶体类	—
2020.05	贵州黔南	骨科脊柱和关节类	骨科脊柱类高值耗材平均降幅 70.5%，关节类平均降幅 65.3%
2020.06	云南曲靖	心血管介入（冠脉介入材料和起搏器）类、眼科类、骨科类	集采单品种最高降幅达 80%，其中球囊类平均降幅 70%以上、导管导丝类平均降幅 40%以上、心脏起搏器平均降幅 20%以上
2020.06	福建	人工关节（包括人工全髌关节、人工髌关节）、留置针、超声刀、镇痛泵等 4 类	人工髌关节平均降幅 35.32%、人工膝关节平均降幅 32.12%、留置针平均降幅 67.51%、超声刀平均降幅 40.77%、镇痛泵平均降幅 78.88%
2020.06	江苏	初次置换人工膝关节、人工硬脑（脊）膜、疝修补材料	初次置换人工膝关节：平均降幅 67.3%，最高降幅 81.9%；人工硬脑（脊）膜：平均降幅 68.9%，最高降幅 81%；疝修补材料：平均降幅 75.9%，最高降幅 86.4%
2020.07	重庆、贵州、云南、河南	吻合器、补片、胶片 3 类	三类医用耗材平均降幅达 64.77%，最高降幅为 97.76%。吻合器：平均降幅达 73.13%，最高降幅为 97.76%；补片：平均降幅达 79.64%，最高降幅为 96.11%；胶片：平均降幅达 48.97%，最高降幅为 61.48%
2020.07	陕西等十省联盟	人工晶体	与省际联盟省（区、兵团）原采购价相比，中选价平均降幅 44%，最高降幅达到 85%
2020.08	浙江	冠脉介入球囊、骨科髌关节	—
2020.08	黑龙江、重庆、海南三省联盟	冠脉扩张球囊	总体降幅达 85.32%，预扩组平均降幅达 85.49%，最高降幅 89.84%；后扩组平均降幅达 85.15%，最高降幅为 90.35%；总体降幅 85.32%
2020.08	湖北	冠脉扩张球囊	—
2020.08	安徽	骨科植入（关节）类、（心脏）起搏器类	骨科关节类 240 个产品平均降幅 81.97%，其中 160 个进口产品降幅 81.3%；心脏起搏器类 73 各产品平均降幅 46.75%，其中 68 个进口产品降幅 46.3%
2020.08	青海	双腔起搏器	平均降幅 13%，最高降幅 41%
2020.09	河南	人工晶体、留置针	总体平均降幅为 66.5%，最高降幅达 94.34%。其中，人工晶体 8 个分组平均降幅为 56.3%，最高降幅达 85.69%；留置针 8 个分组平均降幅为 76.6%，最高降幅达 94.34%
2020.10	山东省七市	骨科创伤类、血液透析类	骨科创伤类产品平均降幅 67.3%，其中单个产品最大降幅达 94%；血液透析类产品平均降幅 35.2%，单个产品最大降幅 66%
2020.10	全国	冠脉支架	平均降幅 93%，国内平均降幅 92%，进口平均降幅 95%
2020.10	青海	骨科关节类	—
2020.11	湖南	吻合器、骨科创伤类、冠脉扩张球囊	—
2020.12	江苏	干式胶片（激光、热敏）、吻合器（开放直线型切割吻合器及钉匣、管型/端端吻合器、痔吻合器）	胶片：平均降幅 49.62%，最高降幅 77.32%；吻合器：平均降幅 83.93%，最高降幅 96.29%
2020.12	贵州黔南	血液净化类	总体降幅 41.14%，其中透析器平均降幅 31%；血液净化体外循环管路平均降幅 40.67%
2020.12	山西	疝补片、吻合器、医用胶片	—
2020.12	广东等七省	冠状动脉球囊扩张导管类	扩张球囊中选品种广东省历史平均价 3413.45 元/个，平均降幅 92.23%，最高降幅 96.34%，最低降幅 82.69%；药物球囊中选品种广东省历史平均价 23748.09 元/个，平均降幅 44.45%，最高降幅 52.84%，最低降幅 32.29%

资料来源：各省市集采部门官网，中银证券

续图表 86.各地区医用耗材集采事件及结果梳理

时间	地区	品种	平均降幅
2021.01	内蒙古等 14 省	初次置换人工关节、冠脉 (PTCA) 导引导丝	—
2021.01	内蒙古“六省二区”省际联盟	冠脉扩张球囊	—
2021.03	河南、山西、湖北、重庆等十二省联盟	骨科创伤类	—
2021.04	福建	心脏双腔起搏器类、冠脉扩张球囊类、单焦点人工晶状体类 一次性使用套管穿刺器类、吻合器/套扎器类、硬脑 (脊) 膜补片类、腹股沟疝补片类	—
2021.05	江苏	人工晶体类、冠脉扩张球囊类、双腔起搏器类、冠脉导引导丝类、冠脉导引导管类	—
2021.08	宁波	种植牙	—
2021.08	安徽	化学发光试剂	共 13 家企业 88 个产品谈判议价成功
2021.09	全国	骨科关节类	48 家企业参与、44 家中选, 中选率 92%; 整体平均降幅在 82% 左右

资料来源: 各省市集采部门官网, 中银证券

今年 8 月 19 日, 安徽省医药集中采购服务中心发布《安徽省公立医疗机构临床检验试剂集中带量采购谈判议价公告》, 对肿瘤、感染疾病、心肌、激素、降钙素五类共 23 种检测试剂进行集中采购。此次采购从 2021 年 11 月 11 日开始生效, 采购周期为 2 年。至此, 化学发光很难集采但并不是不能集采的逻辑凸显, 国家医保控费意志坚决、倒逼企业转型升级意志坚决。

图表 87. 安徽省化学发光试剂集采例举

分类名称	目录名称	投标企业
肿瘤相关抗原测定	总前列腺特异性抗原(TPSA)测定	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 雅培贸易 (上海) 有限公司 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 雅培贸易 (上海) 有限公司
	游离前列腺特异性抗原(FPSA)测定	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
	复合前列腺特异性抗原(CPSA)测定	西门子医学诊断产品 (上海) 有限公司 苏州长光华生物医学工程有限公司
	糖链抗原 CA72-4 测定	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 雅培贸易 (上海) 有限公司
	糖链抗原 CA19-9 测定	西门子医学诊断产品 (上海) 有限公司
	糖链抗原 CA15-3 测定	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 雅培贸易 (上海) 有限公司
	糖链抗原 CA125 测定	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 西门子医学诊断产品 (上海) 有限公司
	癌胚抗原(CEA)测定	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 西门子医学诊断产品 (上海) 有限公司 雅培贸易 (上海) 有限公司
	甲胎蛋白(AFP)测定	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 西门子医学诊断产品 (上海) 有限公司 雅培贸易 (上海) 有限公司
	鳞状细胞癌相关抗原(SCC)测定	雅培贸易 (上海) 有限公司 深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司

资料来源: 安徽省医药集中采购服务中心, 中银证券

续图表 87. 安徽省化学发光试剂集采例举

分类名称	目录名称	投标企业
感染性疾病实验检测	乙型肝炎病毒核心抗体(Anti-HBc)测定(化学发光法)	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 博阳生物科技(上海)有限公司 雅培贸易(上海)有限公司
	乙型肝炎病毒表面抗原(HBsAg)测定(化学发光法)	博阳生物科技(上海)有限公司 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 雅培贸易(上海)有限公司
	乙型肝炎病毒表面抗体(抗HBs)测定(化学发光法)	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 博阳生物科技(上海)有限公司 雅培贸易(上海)有限公司
	乙型肝炎病毒e抗原(HBeAg)测定(化学发光法)	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 雅培贸易(上海)有限公司 博阳生物科技(上海)有限公司
	乙型肝炎病毒e抗体(Anti-HBe)测定(化学发光法)	深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 博阳生物科技(上海)有限公司 雅培贸易(上海)有限公司
激素测定	三碘甲状腺氨酸(T3)测定	西门子医学诊断产品(上海)有限公司 雅培贸易(上海)有限公司 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 索灵诊断医疗设备(上海)有限公司 深圳市新产业生物医学工程股份有限公司
	甲状腺素(T4)测定	西门子医学诊断产品(上海)有限公司 雅培贸易(上海)有限公司 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 索灵诊断医疗设备(上海)有限公司 深圳市新产业生物医学工程股份有限公司
	促甲状腺激素(TSH)测定	西门子医学诊断产品(上海)有限公司 雅培贸易(上海)有限公司 深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 索灵诊断医疗设备(上海)有限公司
	游离甲状腺素(FT4)测定	西门子医学诊断产品(上海)有限公司 雅培贸易(上海)有限公司 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司 深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 索灵诊断医疗设备(上海)有限公司
	游离三碘甲状腺氨酸(FT3)测定	西门子医学诊断产品(上海)有限公司 雅培贸易(上海)有限公司 索灵诊断医疗设备(上海)有限公司 深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司
	心肌疾病的实验诊断	N端-B型钠尿肽前体(NT-ProBNP)测定
B型钠尿肽(BNP)测定		深圳微点生物技术股份有限公司 西门子医学诊断产品(上海)有限公司 广州万孚生物技术股份有限公司 基蛋生物科技股份有限公司
其它检验试剂	降钙素原(PCT)检测	深圳市新产业生物医学工程股份有限公司 武汉明德生物科技股份有限公司

资料来源: 安徽省医药集中采购服务中心, 中银证券

集采范畴更多涵盖临床需求量大的能够满足基本需求的药品和器械。其中药品是非常规范化、同质化的产品，可以做一次性评价，器械集采比较困难，各家产品区别大，制定临床评价标准比较困难需要时间。无论是对药还是对器械，集采是一把双刃剑，负面来看，企业的利润空间因为集采会被大幅压缩，产品布局单一、资本实力差的企业会被淘汰出局。正面来看，却会加速产业整合，为创新型、平台化的行业龙头企业创造更好的发展环境并提供更好的市场机遇，促进有实力企业转型升级，阵痛过后有望形成头部集中强者恒强局面，迎来行业红利和业绩上升的“戴维斯双击”机会。

另外，国家不断出台的付费政策也将利好于行业内“大浪淘沙”后胜出的企业，2020年的DRG付费模式的尝试，2021年9月开始的DIP付费模式试点，两种付费模式竞相出台也或将同时存在，控费机制背后的医院等医疗机构终端将更会更加关注产品的性价比，我国国内优秀的创新驱动型企业所生产的物美价廉的产品或将不断获得青睐。

图表 88. DRGs 和 DIP 政策对比

	按疾病诊断相关分组付费 (CHS-DRGs)	区域点数法总额预算和按病种分值付费 (DIP)
作用机制	根据病人年龄、性别、住院天数、主要诊断、病症、手术处置、疾病严重程度及合并症、并发症等因素，将临床特征与医疗资源消耗相近的病人分入同一组，以组为单位打包确定价格，收费、医保支付标准。	通过海量病案数据对比，发现疾病与治疗之间的内在规律与关联关系，提取数据特征进行组合，以各病种次均住院费用的比价关系形成病种分值，再考虑年龄、并发症和伴随病因素对付费进行校正，集聚为DIP目录库。从而实现精细化、个性化支付。
分组方式	根据病人的年龄、性别、住院天数、临床诊断、病症、手术、疾病严重程度，合并症和并发症及转归因素把病人分入若干个 诊断相关症 ；26类MDC-376组ADRG-618组DRG细分组。	直接以主诊断和关联手术操作的自然组合形成病种 ，以各病种次均住院费用的比价关系形成病种分值。病种数一般在10,000项以上。
推行路径	“顶层设计、模拟运行、实际付费”三年三步走，制定并完善全国统一的DRGs付费政策，流程和技术标准规范。	用1-2年时间，将统筹地区医保总额与点数法相结合，实现住院以按病种分值付费为主的多元复合支付方式。
适用范围	覆盖范围有限，一旦含有并发症、合并症即采用单病种退出机制；适用于短期急性住院病例。	覆盖范围更广，包括住院病例。
控费机制	超支不补，结余留用	超支分担，结余留用
试点城市	北京市，天津市，上海市，昆明市等30个城市	27个省（市、自治区）共71个城市
实行时间	2019/5/20公布试点城市名单，2020年模拟运行，2021年启动实际付费。	2020/11/5公布试点城市名单，2021年底前全部试点地区进入实际付费。

DIP和DRGs的分组原理不同，DRG分组强调以临床经验为基础，依赖临床路径选择和专家人为判断；而DIP分组强调对临床客观真实数据的统计分析，通过对历史数据中病例的疾病诊断和手术操作进行穷举聚类。总之，DRGs和DIP政策推行后，将使药品、医疗器械、各类检测设备试剂等转变为医药运营的成本，而不再是盈利的手段，医院为了降本增效，更愿意选择产品性能接近，但价格更低的国产品牌，特别是对价格敏感的二级及基层医疗机构，随着分级诊疗计划的深入实施和国家政策支持，国产品牌用中低端产品抢占市场，积累足够多的资源和合作案例后，用中高端产品向上渗透三级医院，国产品牌比例将逐步提高。从而在外资维持原有价格体系的条件下，国产企业迎来以价换量的机会。

资料来源：国家医保局，各省市医保局，中银证券

短期内，政府通过集采手段为患者减负但更多的也是在通过此手段推动产业整合，促进国内医药生物、医疗器械产业转型升级。我们相信未来企业会更加关注国内相关企业的盈利能力及创新能力，甚至当我国企业走出国门可以国外跨国企业展开真正竞争时，当有全球化的产生时，医保会对这类产品给予一定的单独性定价，从而更好的支持国内企业在世界舞台和跨国巨头同台竞技。

国家对医疗器械产业所施加的可谓“糖+大棒”战略，一方面是对产品质量、定价的严要求、高监管，另一方面又是加速审、批鼓励创新等战略性地位。这对产业本身来说是挑战更是机遇。这对于医疗器械板块的企业而言，在医保控费大环境以及集采压力之下，加大创新力度是企业求生的必由之路，同时也是竞争中的制胜关键。我们认为，长期来看，创新驱动型企业、业务布局多元化、市场布局多元化的企业将有望在行业整合、转型升级的过程中获益。

4、创新驱动国产替代&扬帆出海、规模化、平台化、创新驱动新兴领域列举

创新驱动进口替代&扬帆出海，进口替代率低/海外市场占比大将更有机会

近年来随着政策驱动，我国医疗器械企业创新能力不断增强，国产替代乃至出海初见成效。国产率低说明剩余替代空间大，扬帆出海则一定程度规避政策影响。所以创新驱动国产替代&扬帆出海值得关注。目前我国医7器械大部分国产化率均超过50%，部分领域冠脉支架、监护仪生化诊断、DR、骨科创伤类等还略有差距。另外，其他产品如药物球囊起搏器、神经介入、外周介入、MRI、CT、等的国产化空间巨大。

图表 89. 我国医疗器械部分子行业国产化率情况

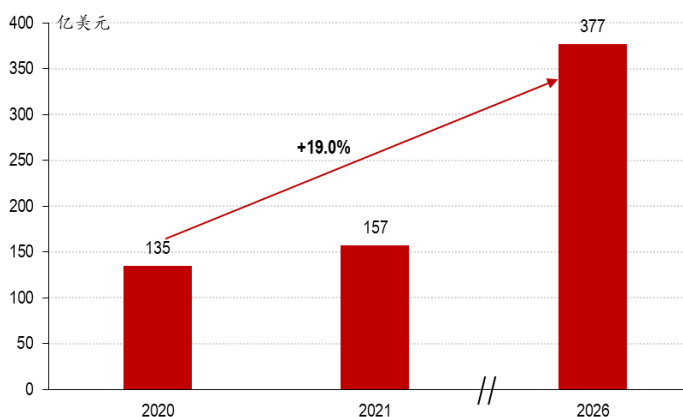
应用领域	器械名称	国产化率 (%)
心血管	冠脉支架	80
	PCI 相关介入器械	10
	药物球囊	10
	起搏器	5
	神经介入	5
	外周介入	10
	主动脉介入	40
影像	超声	30
	DR	80
	MRI	10
	CT	10
生命信息支持	监护仪	80
	麻醉机	35
	灯床塔	30
	除颤仪	40
	呼吸机	15
	输注泵	20
内窥镜	硬镜	5
	软镜	5
IVD	化学发光	20
	生化诊断	50
	血球	35
	分子诊断	40
	POCT	35
骨科	骨科创伤	60
	骨科关节	30
	骨科脊柱	40

资料来源：Frost & Sullivan，医疗器械蓝皮书，威高股份招股说明书，中银证券

特检手段创新驱动不断推陈出新，其应用将为不断被开拓的蓝海市场

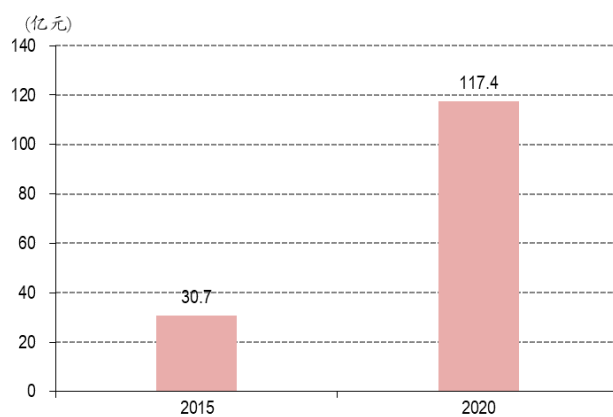
以 NGS 等基因测序为例。据 BCC Research 数据，全球基因测序市场营收 2021 预计达到 157.2 亿美金，2026 年将达到 377.2 亿美金，复合增速高达 19.0%。据前瞻产业研究院统计，2015-2020 年我国基因测序市场从 30.7 亿元增长至 117.4 亿元。基因测序应用领域包括消费类、人口基因组库、合成生物学、生物制药、微生物检测(主要指食品安全场景)等细分。临床领域包括生育健康、肿瘤、罕见病、病原检测等赛道。目前临床中如肿瘤早筛、伴随诊断等领域，随着肿瘤患病人口逐年增加，肿瘤免疫药物治疗不断展开，市场空间值得期待。另外，像 PCR、核酸质谱等技术手段受新冠疫情影响开始进一步发展，市场教育也有极大提升，后续发展值得关注。

图表 90. 全球基因测序市场营收



资料来源: BCC research, 中银证券

图表 91. 我国基因测序市场规模



资料来源: 前瞻产业研究院, 中银证券

ICL 商业模式好，我国 ICL 市场格局好，渗透率低，发展空间大

ICL 上游行业为医疗器械、诊断试剂、耗材等制造业，由于规模效应原因，使得第三方医学检验机构相较于其他大部分医疗机构拥有相对较低的成本优势以及更好的承担技术以及研究开发的能力。

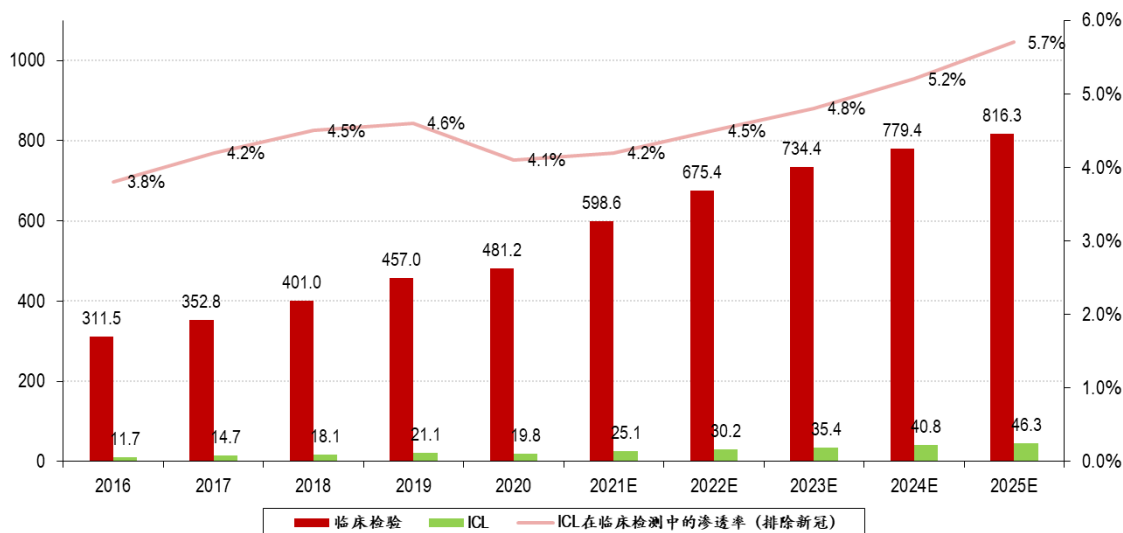
图表 92. ICL 和其他医疗机构对比

	初级 (和其他) 医疗机构	医院	ICL
优点	<ul style="list-style-type: none"> 可满足基本的临床检验需求 	<ul style="list-style-type: none"> 提供标准的检验实验室和检验器材 比初级医疗机构拥有更多的受教育水平更高的实验室技术人员 	<ul style="list-style-type: none"> 实验室规模大，设备先进 实验室技术人员更专业：能够操作更先进的设备，并且受教育水平更高（研究生、博士、医学博士等）
缺点	<ul style="list-style-type: none"> 实验室规模小，设备有限 通常每个医疗机构只有1-2名技术人员，并且受教育水平较低 检验量只有50-400，且无法进行专业检验 	<ul style="list-style-type: none"> 国内的三甲医院可以承担500-1000的检验量 三甲以下医院的检测量相对较少，但仍可达到100-500 	<ul style="list-style-type: none"> 检验量通常在1000以上，顶级的ICL可以提供近3000的检验量 可承担更复杂的临床检验，比如，质谱代谢紊乱检测、NIPT、罕见疾病的基因检测等

资料来源: Frost & Sullivan, Morgan Stanley Research, 中银证券

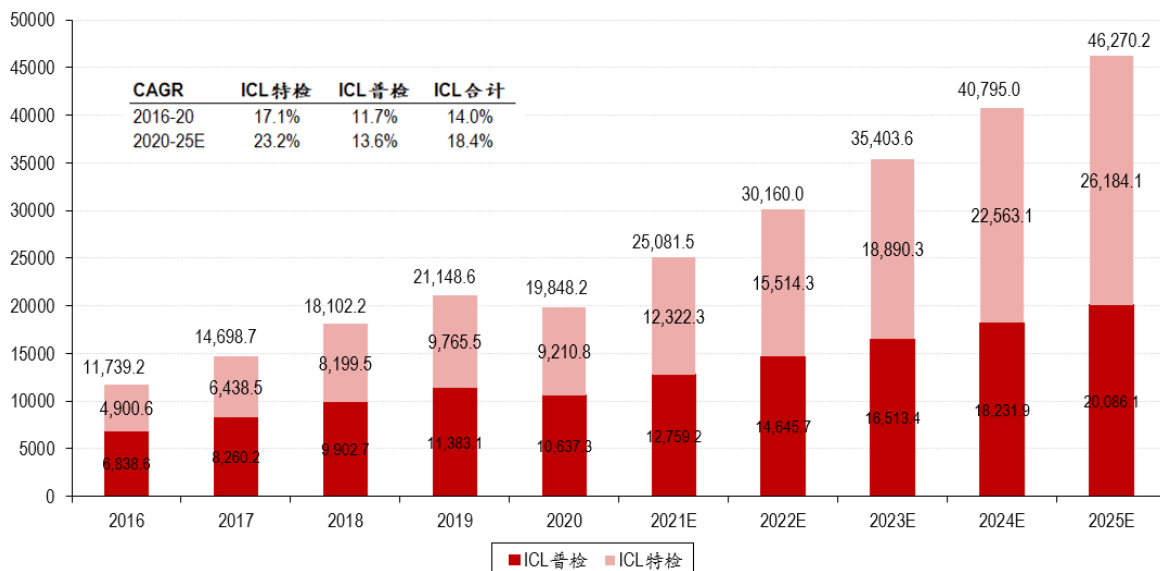
ICL 行业涉及疾病诊断关乎人们生命健康安全，所以受行业监管很大，政策壁垒也高，单独成立实验室需要经过申请然后要经过一系列质量检验等。其次，ICL 行业投入大，单纯的设立医学检验实验室就需要巨大的资金支出，而且还要实现实验室规模化、连锁化，外加冷链物流链的构建等。第三就是技术壁垒，随着组学的技术的发展，特检项目占比逐渐加大，从而对检验人员提出了更高的技术要求，也为 ICL 行业内公司的研发投入、人才引进与培养等提出了更高的要求。

图表 93. 我国临床检验和 ICL 市场规模变化（十亿元）



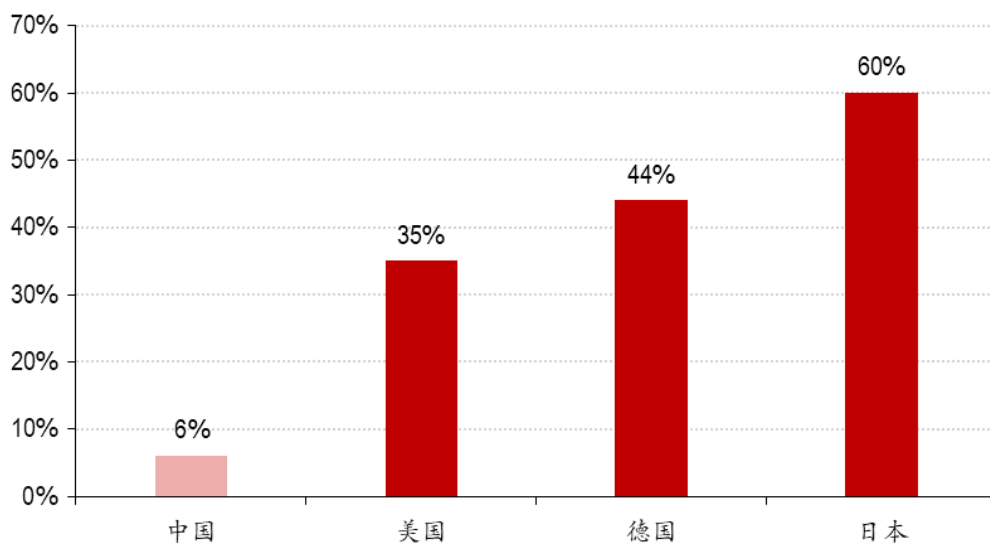
资料来源：Frost & Sullivan、Morgan Stanley Research，中银证券

图表 94. 我国 ICL 市场普检和特检规模变化（十亿元）



资料来源：Frost & Sullivan、Morgan Stanley Research，中银证券

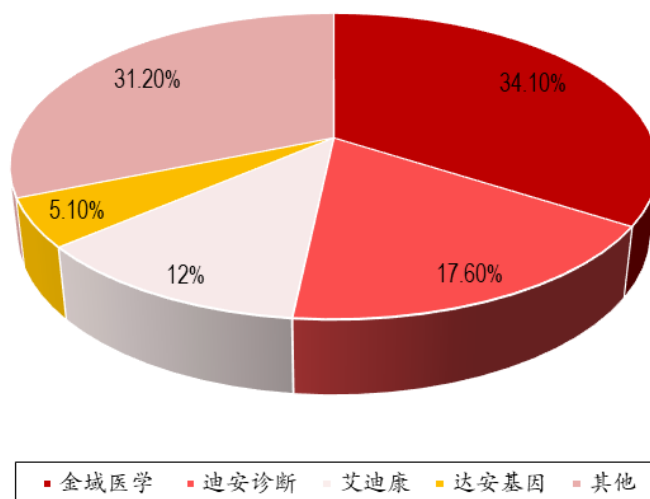
图表 95. 2020 年我国和其他几个国家 ICL 渗透率对比



资料来源: Frost & Sullivan、Morgan Stanley Research, 中银证券

2018 年金域医学、迪安诊断、艾迪康、达安基因四家占据了我国第三方医学检测近 70% 左右的市场份额，行业市场集中度较高。其中迪安诊断和金域医学同为国内第三方诊断行业龙头企业，二者的独立实验室几乎在国内各个省份均有布局，业务覆盖全国。

图表 96. 2018 年我国 ICL 行业主要公司市场份额占比

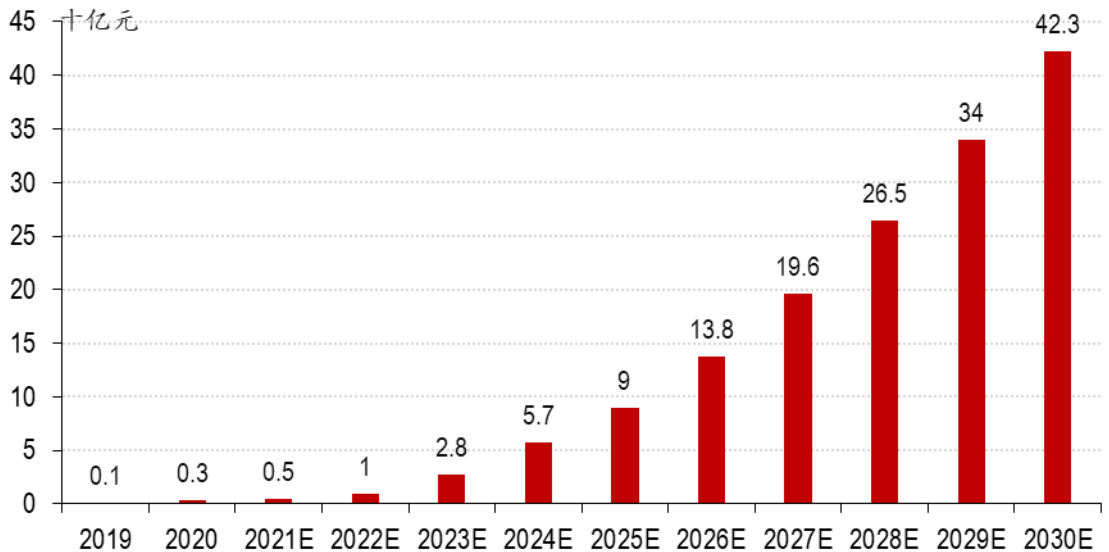


资料来源: 公司年报, 中银证券

新兴领域，如AI医疗、医疗机器人等领域想象空间大

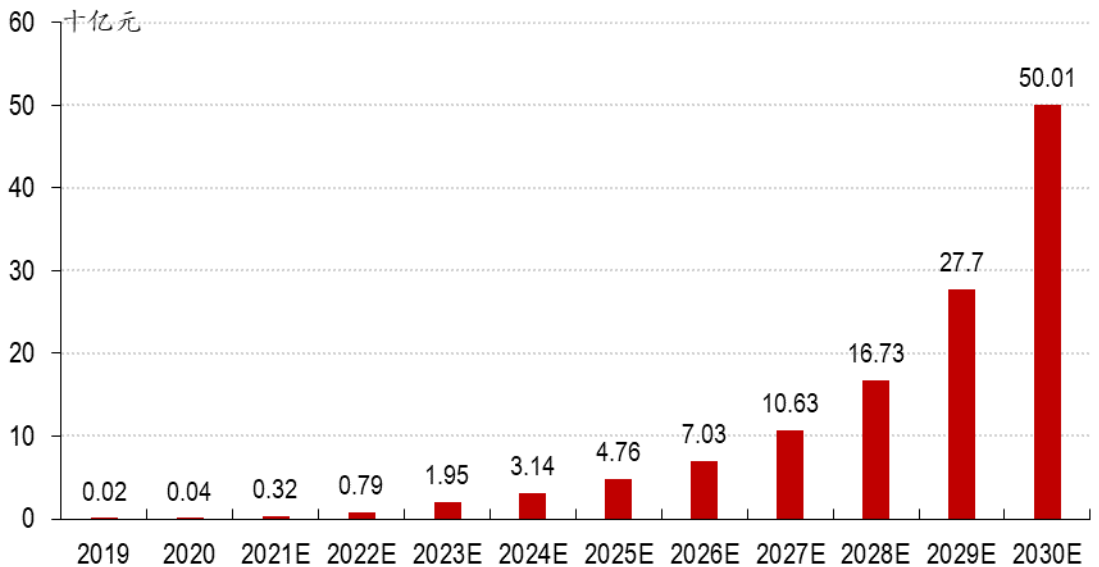
目前从应用角度市场开发方面来说，AI 医疗市场仍处于早期阶段。受新冠疫情刺激，AI 在疫情监测预警、影像筛查诊断、实验室检测、疫苗研发、医疗资源调控等方面均发挥了积极作用，资本市场关注度提高，随着 AI 产品应用场景的扩大与各市场渗透率的提高，AI 在医疗领域的价值将更加凸显。以医疗影像+AI 领域为例，其在我国市场规模预计从 2020 年的 3 亿元增长至 2030 年的 92.3 亿元，复合增长率高达 76.7%。

图表 97. 医疗机构场景



资料来源：鹰瞳科技招股说明书，中银证券

图表 98. 大健康场景

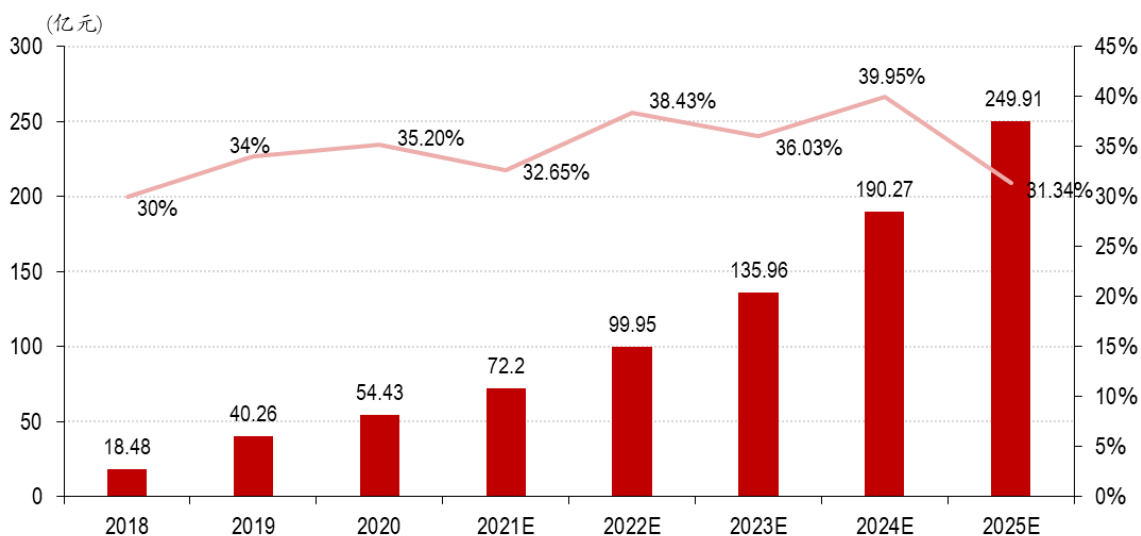


资料来源：鹰瞳科技招股说明书，中银证券

需求端升级、供给端技术创新、医疗行业政策驱动企业向创新&服务化转型，推动医疗机器人快速增长。

医疗机器人已逐步得骨科、神经外科、康复科等不同领域展开应用。技术的不断突破，受众可支配收入增长、对微创手术及康复辅助的逐步认知及医疗机器人企业的 IPO 上市、医疗行业政策驱动企业向服务化转型，企业营收向消费化转嫁等驱动因素对医疗机器人的市场增长都产生了极大推动作用。医疗机器人 2018 年市场规模约 18 亿元人民币，近年来保持高速增长的态势，逐步覆盖一线城市三甲医院，亿欧智库预估医疗机器人市场规模将在 2025 年达到 249.91 亿元规模。

图表 99. 中国医疗机器人市场规模



资料来源：亿欧智库，中银证券

5、站在现在时点展望医疗器械行业

政策驱动创新，创新驱动国产替代&扬帆出海——把握一个中心，四条主线

一个中心——创新。 医保是一个去产能加速创新的利器。创新是当下国内医疗健康市场政策所指引的根本方向之一，无论是集采等政策倒逼企业转型升级，还是直接出台的鼓励创新等绿色通道政策，在促进医药生物整个产业降本增效更好服务于患者的同时也更加在引导着企业走向创新，具备和国际大型跨国药企、医疗器械企业竞争的能力。另外，创新也是生物技术、药物研发手段、电子科学、AI 算法等科学技术进步的动力，是时代、产业发展不竭的动力源泉，医疗器械是一个多学科交叉、产品广泛而复杂的产业，在现有时代和政策背景之下，创新将是业内人士促进行业发展、投资人投资所重点关注的中心点。以创新为中心，建议关注四条主线。

第一条主线、政策驱动驱动创新，创新驱动国产替代。 国家政策鼓励器械公司研发投入增加，鼓励支持相关企业在相应细分领域实现技术突破，比如，目前国内企业在化学发光、医用彩超、骨科关节、神经介入、医用内镜等领域均有一定程度的突破。近年来，对国产器械的审批与采购政策也极大地加速国产新创新促进自有新产品的研发。建议关注医疗器械中国产替代率比较低的行业，比如神经介入、药物球囊、软镜硬镜等细分方向，国产替代率低意味着国内较为广阔的市场，也意味着国内在该领域还处于发展的初级阶段，更具有成长空间。另外，国产替代率低意味着这些细分行业较难进入国家集采，相对来说政策免疫。

第二条主线，创新驱动扬帆出海。短期国内集采政策的实施，对于只在国内拥有市场的企业的打击较大，而海外市场几乎不会受到集采的影响。建议关注具有较强海外市场开拓能力，正在着眼布局或者已经较大比例布局海外市场的企业，尤其是渠道资源丰富、资金资源多、产品竞争力更强的医疗器械细分领域代表型企业。国际化已经全面展开，临床价值是产业人和投资人共同关注的标准，也是医药生物行业所发展的核心。目前医保的一系列政策就是彻底打破企业靠低技术、低附加值来赚钱的现象，倒逼企业转型实现技术升级。而在这个过程中有能力“全球化”去赚国外的钱的企业，符合政府政策鼓励的方向、更符合整个全球化健康产业的发展趋势，创新驱动使得有能力的企业扬帆出海，这正是政府所期待的。纵观国内医药生物板块的政策来，医疗器械、耗材领域的集采或将是药品集采的序幕。药品从 2018 年“4+7”带量采购开始至今已经进行了数轮，医疗器械耗材还在国家医保控费制度管控的初级阶段，想必政策的根本除了控费更多的还是鼓励创新，鼓励大型国际化的国内企业出现与世界头部企业分庭抗礼。

第三条主线——把握平台化、医药研发产业链上的大趋势

这里所说的平台化，主要还是针对商业模式方面。医疗器械行业不同于制药行业，相对于药物研发行业“去中心”或者说“范中心”的特点，医疗器械行业更是“中心化”、头部集中整合相对明显、且客户粘性大强者恒强的行业。靠单一产品“一招鲜、吃遍天”的现象不会维持久远。在多领域协同布局、多产品线并形成梯度叠加商业化赋能是我们更看好的发展模式。在我国医药板块市场可以发现一个规律，2018 年医保局对仿制药控费后创新药开始崛起，目前药物研发领域面临大量靶点拥挤现象。2019 年年末开始对高值耗材控费后，大量创新高值耗材公司涌现，TAVR、电生理、外周、二尖瓣、药物球囊、神经介入等细分赛道蓬勃发展。尤其是医疗耗材不同于医疗设备其在医院需求端重置成本低，在供给端壁垒相对不高导致行业竞争加剧，叠加政府绿色通道审批制度等使得行业竞争愈演愈烈，所以医疗耗材企业靠单产品快速放量后快进入瓶颈期很难维系长期发展。多产品布局的，尤其是打通产业链上下游的商业化布局完善的平台化企业优势明显。

这里所说的“医药研发产业链”趋势是指在国内作为全球第一大医药消费市场的驱动下，在国内政策鼓励创新药研发的大背景下药物研发企业蓬勃发展，大量资本的涌入也给制药行业带来更多机会。如此，生物医药研发的上游偏制造的制药设备及耗材企业迎来发展机遇，2020 年类似于东富龙、楚天科技这类企业引起市场关注。未来随着早期药物研发逐步推进到商业化，药物研发后期的工艺生产环节或将对制药相关工艺设备产生更大的需求，如此药物研发的上游偏制造企业值得关注。

第四条主线——创新驱动新兴领域，技术升级、增值服务、器械智能化智慧化值得关注

从医疗器械行业本身来说，医疗器械是一个精密电子、机械、生物学、力学、信息技术等多学科交叉的产物，产业链中上游硬件加速突破为行业发展带来基础。而在近年来中美大国博弈产生贸易摩擦过程中，国内政府大力支持机械、芯片、半导体等制造业供应体系的发展，医疗器械在上游硬件方面迎来机遇。另外，随着国内人才的回流、政策及资本的支持，医疗器械领域技术不断突破，我国不但在进口替代方面有所突破，在新技术领域更有广泛布局，类似于 NGS、质谱等检测手段在国内不断涌出。AI 的赋能更是加速医疗器械公司由硬件向软件跨界融合，数据化、信息化、智能化的软件协同高端硬件给医疗器械企业更多创收的可能，产品智能化带来的服务化也为企业商业模式的转型升级带来更多机会。

从政策端角度看，医保控费，部分医疗器械产品和耗材在经历集采控费后盈利能力被打压，产品服务化、消费属性化从而实现盈利方式转嫁或将成为新的盈利方向。对应的提升医疗服务的临床价值与医疗服务劳动价格的创新器械或将迎来需求，如手术机器人、医疗设备智慧化值得关注。另外，随着国家分级诊疗、医联体、医共体的推进，赋能基层医疗服务提升，使基层诊疗手段快速升级也将促进 AI 与各类医疗设备的结合、远程医疗、医疗机器人的加速发展。

所以，在体外诊断里的分子诊断，尤其是肿瘤早筛、伴随诊断大市场下的数字 PCR、NGS、质谱技术值得关注；医疗设备、实验室智能化、信息化值得关注；医疗机器人等新兴领域也值得关注。

医疗服务：高需求与高门槛并存

1、医院服务板块 Q1-Q3 业绩追踪

2021 年 Q1-Q3 SW 医院服务板块实现营业收入 244.47 亿人民币，同比增长 33%，营业成本为 145.67 亿人民币，同比增长 23%。SW 医院服务板块 2020 年 Q1-Q3 毛利率为 40%，与上年同期增长 4 个百分点，与上年相比有显著提高。SW 医院服务板块 2021 年 Q1-Q3 销售费用率为 11%，管理费用率为 12%，研发费用率为 1%，与上年基本保持持平。在利润端，SW 医院服务板块实现营业利润 31.28 亿人民币，同比增长 98%，归母净利润实现 16.83 亿人民币，同比增长 127%。

图表 100. 2021Q1-Q3 SW 医院服务板块财务摘要

	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	同比变动 (%)
营业收入	183.49	244.47	33
营业成本	118.07	145.67	23
销售费用	20.73	27.35	32
管理费用	22.05	30.51	38
研发费用	1.60	2.58	61
财务费用	6.19	7.00	13
公允价值变动	(0.29)	(1.31)	352
投资净收益	(0.29)	(1.31)	352
营业利润	15.76	31.28	98
利润总额	13.30	28.08	111
所得税	3.54	15.76	346
归母净利润	7.42	16.83	127
毛利率 (%) (%)	36	40	4.76
销售费用率 (%)	11	11	(0.11)
管理费用率 (%)	12	12	0.46
研发费用率 (%)	1	1	0.18
财务费用率 (%)	3	3	(0.51)
所得税率 (%)	27	56	29.53
归母净利率 (%)	4	7	2.84

资料来源：万得，中银证券

(已对 ST 公司进行剔除)

医院服务板块公司中，爱尔眼科、通策医疗和国际医学均 2021 年 Q1-Q3 实现收入端业绩的高速增长，而爱尔眼科与通策医疗均实现利润端业绩增长。爱尔眼科 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 115.96 亿人民币，同比增长 35%，实现归母净利润 20.04 亿人民币，同比增长 30%。通策医疗实现营业收入 21.36 亿人民币，同比增长 47%，实现归母净利润 6.20 亿人民币，同比增长 57%。

图表 101. 主要相关公司业绩表现 (单位：百万人民币)

证券简称	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	营业收入 同比变动(%)	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	归母净利润 同比变动(%)
	营业收入	营业收入		归母净利润	归母净利润	
光正眼科	618.22	778.72	26	30.31	46.00	52
盈康生命	487.86	491.93	1	42.53	100.34	136
爱尔眼科	8565.50	11596.31	35	1,546.04	2,003.50	30
创新医疗	522.43	534.00	2	(49.46)	(36.02)	(27)
美年健康	4418.88	5841.27	32	(517.09)	(240.88)	(53)
宜华健康	1211.99	1019.34	(16)	(207.60)	(225.40)	9
通策医疗	1452.25	2136.38	47	395.76	620.09	57
国际医学	1072.33	2048.60	91	(498.41)	(584.92)	17

资料来源：万得，中银证券

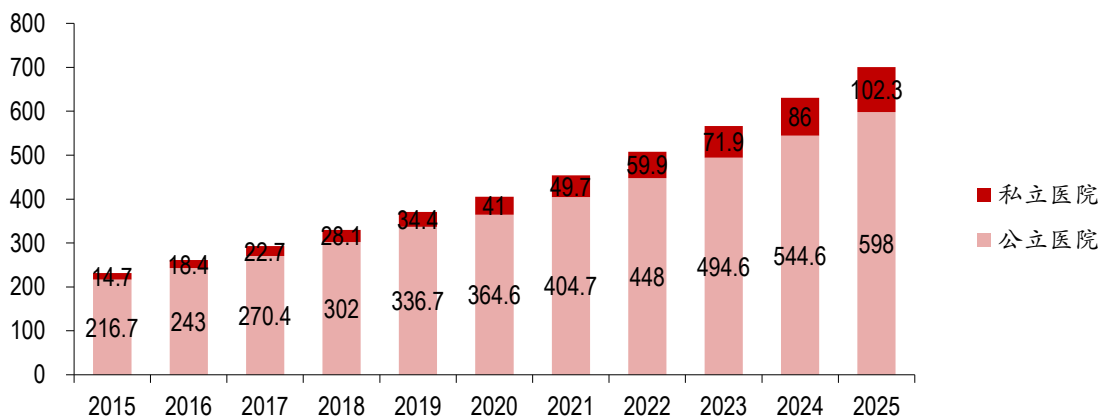
中国目前仍有较大的医疗服务需求，私立医院医疗服务仍有较大的市场空间。但是私立医疗服务同时也面临着较高的行业门槛，包括人才门槛、投资门槛、政策门槛等。私立医院服务提供者需要进行投资购买诊断和治疗需要的设备的设备，从投入建设到运行需要一定的时间，而开始运营后又需要一定的时间才能实现收支平衡。医学专业性较强，医疗服务往往需要通过优秀的医疗服务从业人员来将服务提供给患者。从业人员水平会对影响医疗服务的效果，培养或吸引优秀的医疗服务从业人员需要耗费大量的时间和资源。患者选择医疗服务机构时会较为谨慎，私立医院服务提供者需要面临建立品牌声誉的问题。

专科医疗服务与综合医疗服务相比往往更聚焦于某一领域，诊疗与综合医疗相比更加标准化，运营体系也相对单一。因此，专科医疗服务相比综合医疗服务更便于扩张，标准化的诊疗与运营有利于医疗服务提供者进行单店复制并对分支机构进行质量控制。

2、肿瘤治疗服务细分市场扩容空间大，行业门槛高

根据Frost&Sullivan数据,中国肿瘤医院产生的肿瘤医疗服务收入由2015年的2314亿人民币增长至2019年的3710亿人民币,年复合增长率为12.5%。根据弗洛斯特沙利文预测,中国肿瘤医院产生的肿瘤医疗服务收入将在2020-2025年达到11.5%的年复合增长率,2025年预期收入达到7003亿人民币。目前肿瘤治疗服务提供仍以公立医院为主,但是由于中国整体医疗资源相对短缺,公立肿瘤医院面临超负荷运营的问题。中国整体医疗资源主要集中于一二线城市,三线城市及其他城市在肿瘤科室床位与放疗设备资源方面也少于一线城市和二线城市。

图表 102.肿瘤治疗医院收入情况 (单位:十亿人民币)



资料来源: Frost&Sullivan, 海吉亚招股书, 中银证券

在中国有能力开展国际主流放疗技术三维适形放疗技术、静态调强放疗技术的单位占比分别 86.9% 和 76.6%，而能完成先进放疗技术例旋转调强放疗技术、立体定向放疗技术 SBRT 和 TOMO 技术的单位占比分别为 29.0%，20.3%和 2.6%，只有在少部分开展放疗的单位才能够使用旋转调强放疗技术、立体定向放疗技术 SBRT 和 TOMO 技术。

WHO 组织规定的标准为每百万人口对应设备为 2-4 台，目前中国大陆仅有北京、上海和山东的每百万人口对应的直线加速器与钴 60 设备数量在 2 台以上。目前中国大陆一共有直线加速器 2021 台和钴 60 设备 66 台，人均对应每百万人口对应的直线加速器与钴 60 设备数量为 1.5 台，而贵州、云南和宁夏的每百万人口对应的直线加速器与钴 60 设备数量不到 1 台。

图表 103. 可开展放疗相关技术单位数量

	3D-CRT	IMRT	VMAT/rapid Arc	SBRT	Brachy-therapy	total skin electron	TOMO
2001	195	44	-	-	-	-	-
2006	579	115	-	-	-	-	-
2011	862	385	-	-	-	-	-
2015	999	708	112	233	-	-	15
2017	1220	954	211	264	374	73	32
2019	1272	1121	424	297	273	78	38

资料来源：中国肿瘤：2019 年中国大陆地区放疗人员和设备基本情况调查研究，中银证券

肿瘤治疗服务行业对于新进入者有一定的进入壁垒，包括前期资本投入、专业人才要求、品牌声誉等。肿瘤医院的建设需要巨额资金来购买筛查、诊断和治疗的设备，从投入建设到运行需要一定的时间，而开始运营后又需要一定的时间才能实现收支平衡。肿瘤治疗是一门专业性很强的专业，对医疗技术、肿瘤科技师水平和肿瘤专家经验与水平有很高的要求，培养经验丰富的优秀肿瘤专家需要耗费大量的时间和资源。新的肿瘤治疗服务市场进入者需要面临如何吸引和挽留专业肿瘤科技师和肿瘤专家的问题。另外，患者在选择癌症治疗机构时会格外谨慎，新的行业进入者需要面临如何取得病人信任和建立品牌声誉的问题。

肿瘤的常见治疗手段包括外科治疗、放射治疗、化学治疗、消融治疗、靶向治疗和免疫治疗。治肿瘤治疗方法的选择取决于细胞组织的来源，同时还要考虑肿瘤发展的阶段、肿瘤大小和病人的自身情况。对于一些情况，治疗会采取多种治疗方式联合的手段。

手术治疗需要医生操作，对医生技术、治疗水平要求较高，手术治疗的产能天花板受到医生资源的限制。放射治疗往往需要一个团队进行，并需要相应的放疗设备，放疗的设备和质控系统可以对放疗的质量进行控制，但是放疗方案的设计和实施仍然会影响到放疗的效果。化疗可在优质的医生制定方案确认疗效后，病人到其他医院接受化疗，给药方式相对简单。靶向治疗需要对病人进行活检检测靶点，难点在药物开发。

信邦制药在肿瘤医疗服务方面进行布局，目前拥有肿瘤医院、白云医院、乌当医院等 7 家医疗机构，拥有床位数 5,000 余张，拥有贵州医科大学白云临床教学中心，具备肿瘤专业的 GCP 机构资格证书，并开展了分子病理中心等新的治疗项目。

3、板块展望

医疗服务板块同时面临高需求的机遇与高门槛的挑战，中国目前医疗服务提供仍以公立医院为主，但是公立医院资源有限面临超负荷运转的问题。中国医疗服务资源目前仍存在较大缺口，且面临着分布不均的问题，私立医疗服务的增长空间较大。同时，医疗服务提供者面临人才门槛、投资门槛、品牌信誉问题等挑战。

中国专科医疗服务目前已表现出优秀的增长，专科医疗诊疗与综合医疗相比更加标准化，运营体系也相对单一。因此，专科医疗服务相比综合医疗服务更便于扩张，标准化的诊疗与运营有利于医疗服务提供者进行单店复制并对分支机构进行质量控制。

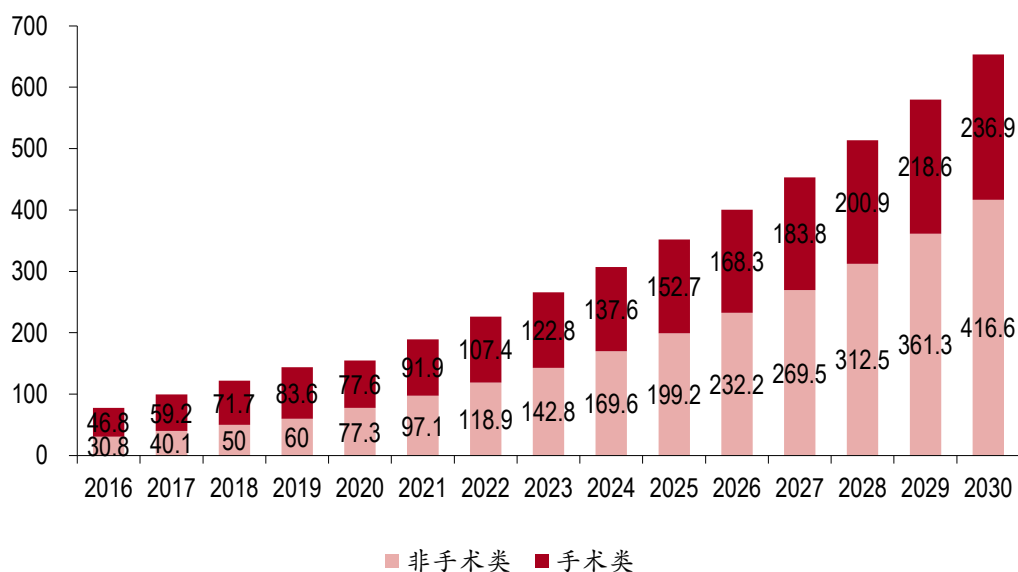
肿瘤治疗专科服务市场增长潜力大，但是肿瘤治疗专科相比一般专科更为复杂，对从业者要求较高，在行业内掌握优质医疗资源的肿瘤治疗服务提供者具有一定的优势。

医美行业：市场扩容空间较大，行业监管趋向严格

1、中国医美行业仍有较大市场空间，非手术项目与抗初老项目增长潜力大

中国目前医美渗透率与美国、日本、韩国相比均处于较低水平。中国消费者收入提高、医学美容消费者教育的普及和医美项目的多样化，均有利于医美渗透率的提高。根据 Frost&Sullivan 预期中国医美整体市场规模将在 2030 年达到 6535 亿元，2019-2030 年年均复合增长率为 14.8%。非手术类医美项目相比手术类医美项目风险更低，更容易让消费者接受。随着医学美容技术的进步，非手术类医美项目的有效性也持续提高。根据 Frost&Sullivan 预期中国非手术类医美 2019-2030 年预期年均复合增长率为 19.26%，将在 2030 年达到 4166 亿人民币，增长速度高于手术类医美。

图表 104. 中国医美市场规模情况（单位：十亿人民币）



资料来源：Frost&Sullivan，爱美客招股书，中银证券

根据需求分类，医美项目可分为头面部变美、抗初老、瘦身、塑形、脱毛与问题修复等。根据新氧白皮书，抗初老在医美消费者诉求中位居第二。中国 2021 年医美抗衰老市场规模达到 755.2 亿人民币，医美抗衰老项目包括光电类、注射类与手术类。选择光电项目的注射类项目的消费者远多于选择手术类项目的消费者，仅有 17.14% 的用户选择了手术类项目。

非手术面部抗衰老项目包括包括光子嫩肤、皮秒激光、激光祛斑、激光祛眼袋、热拉提、点阵激光、微针美塑、热玛吉、射频紧肤、激光去黑眼圈等。根据新氧“2021 中国医美抗衰老消费趋势报告”，中国 2021 年医美抗衰老市场用户量达到 1163 万人，医美抗衰老市场规模达到 755.2 亿人民币。医美抗衰老项目包括光电类、注射类与手术类。在医美抗衰老用户中，有 86.23% 的用户选择了光电项目，78.7% 的用户选择了注射类项目，仅有 17.14% 的用户选择了手术类项目。在有意向体验抗衰老项目的人群中，78.19% 的求美者希望体验光电类项目，46.80% 的求美者希望体验注射类项目，12.46% 希望体验手术类项目。

在价格方面，光电类项目的客单价均价为 2200 元，注射类项目客单价均价为 2346 元，而手术类项目客单价均价为 16034 元。从项目客单价上看，手术类抗衰老医美项目价格远高于光电类项目与注射类项目。

图表 105. 抗衰老市场规模

医美抗衰老用户人数	1163 万人		
医美抗衰老项目类别	光电类	注射类	手术类
各类项目比例	86.23%	78.7%	17.14%
用户人数	1003 万人	915 万人	199 万人
客单价	2200 元	2346 元	16034 元
市场规模	220.7 亿元	214.8 亿元	319.7 亿元
医美抗衰老市场规模	755.2 亿元		

资料来源：新氧白皮书，中银证券

追求抗衰老的求美者的需求在于对自己目前的状态进行维持，对皮肤状态进行维护，抗衰老项目不会对求美者的五官样貌进行改变。抗衰老项目适用于对保持面部状态有所需求的消费者，适用人群较为广泛，市场空间较大。

2、医美上游企业 2021 年业绩增长表现出色

图表 106. 主要医美上游公司 2021 年 Q1-Q3 业绩表现 (亿元)

公司名称	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	营业收入	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	归母净利润
	营业收入	营业收入	变动(%)	归母净利润	归母净利润	变动(%)
华熙生物	15.96	30.12	88.68	4.38	5.55	26.91
爱美客	4.64	10.23	120.29	2.90	7.09	144.09
昊海生科	8.92	12.75	42.89	1.13	3.10	175.64
华东医药	255.01	259.27	1.67	23.91	18.95	(20.74)

资料来源：万得，中银证券

医美产业的上游为药品耗材供应商与设备供应商，下游为各类医美服务提供机构。上游公司数量较少，毛利率高，行业集中度高。上游公司行业门槛较高，行业门槛包括技术门槛、政策门槛和品牌声誉等。中国医美上游公司包括华熙生物、爱美客、四环医药、华东医药、昊海生物、复锐医疗等，其中四环医药与华东医药为传统药企进军医美行业进行业务拓展，但是营业收入来源目前仍以传统业务为主。

2021 年医美上游企业业绩表现出较高的成长性，医美产品更加多样化。华熙生物 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 30.12 亿人民币，同比增长高达 88.68%，实现归母净利润 5.55 亿人民币，同比增长 26.91%。华熙生物利润端增速低于收入端，为公司推广功能性护肤品业务造成销售费用大幅增长所致。爱美客 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 10.23 亿人民币，同比增长高达 120.29%，实现归母净利润 7.09 亿人民币，同比增长 144.09%。

3、医美产品持续更新升级，为医美上游企业未来收入增长奠定基础

上游医美产品持续更新升级，为求美者提供更多选项，有利于医美市场进一步扩容并为医美上游企业未来收入增长奠定基础。在填充剂方面，传统填充产品以透明质酸为主，蛋白刺激剂产品为新一代填充产品在进行即时填充的同时可刺激人体产生蛋白质，从而使产品更加畅销。目前，全球蛋白刺激剂产品成分以 PCL 与 PLLA 为主。

爱美客蛋白刺激剂产品基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂-濡白天使于 2021 年 6 月获得国家药监局批准上市，产品运用了悬浮分散两性亲性微球技术，是国产及世界首款获批的含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的皮肤填充剂。濡白天使为含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶，用于填充纠正中、重度鼻唇沟皱纹，注射位置位于产品适用于真皮深层、皮下浅层及深层。产品注入人体后可持续激活成纤维细胞分泌胶原蛋白，补充组织凹陷位置，提升皮肤弹性与光泽度。产品将 PLLA-PEG 均匀混悬在交联透明质酸内，不需要进行复配，且透明质酸在胶原蛋白生成之前可以起到填充塑性作用。

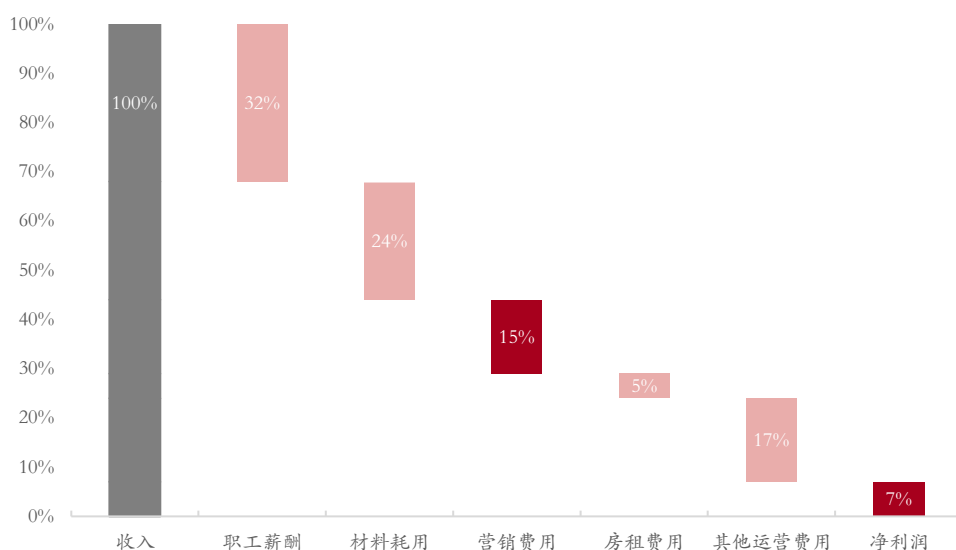
PCL 产品少女针 (Ellanse) 于 2021 年 4 月在中国大陆获批, Ellanse 为 Sinclair 公司产品。Sinclair 于 2018 年被中国华东医药收购, 目前为华东医药全资子公司。华东医药已设立全资子公司负责伊妍的销售推广, 配备专职的品牌经理及组建了独立直销团队, 同时品牌和市场传播、首发医美机构及医生的培训教育等相关准备工作正按计划开展。Ellanse 上市后首发医院 100 家, 预计明年将逐步扩大到国内 300-500 家医院。

4、医美下游市场仍然集中度较低, 医美平台逐渐成为医美服务机构获客主要渠道

下游医美服务提供者包括公立医院整形美容科、民营医疗美容医院和众多小型诊疗机构。医美产业链下游医美服务提供机构数量众多, 行业集中度较低。头部连锁医美机构市场占有率依然较低, 根据 Frost&Sullivan 数据 2019 年中国医美服务市场前五名的市场参与者市场占有率总和仅为 7.8%。

下游机构数量众多, 竞争激烈, 存在同质化竞争的情况。大量机构提供的服务内容彼此类似, 且从业人员水平与经验接近。部分医美机构会通过入门级项目进行引流, 在入门级项目进行价格竞争, 通过低价获得客户, 再将客户引流到自己机构的高毛利项目当中。但是由低价引流进入机构的客户往往对项目价格较为敏感, 难以对产品对品牌的忠实度与粘性从而实现长期复购。部分医美机构通过生活美容业务进行引流, 但是生活美容市场门槛低, 同样面临激烈竞争。头部医美机构仍需要支出大量营销费用进行推广, 根据德勤数据头部医美机构销售费用在总收入中占比高达 15%, 头部医美机构在剔除职工薪酬、材料耗用、营销费用和房租费用等项目后, 净利润在营业收入中占比仅为 7%。

图表 107. 头部医美服务机构成本构成

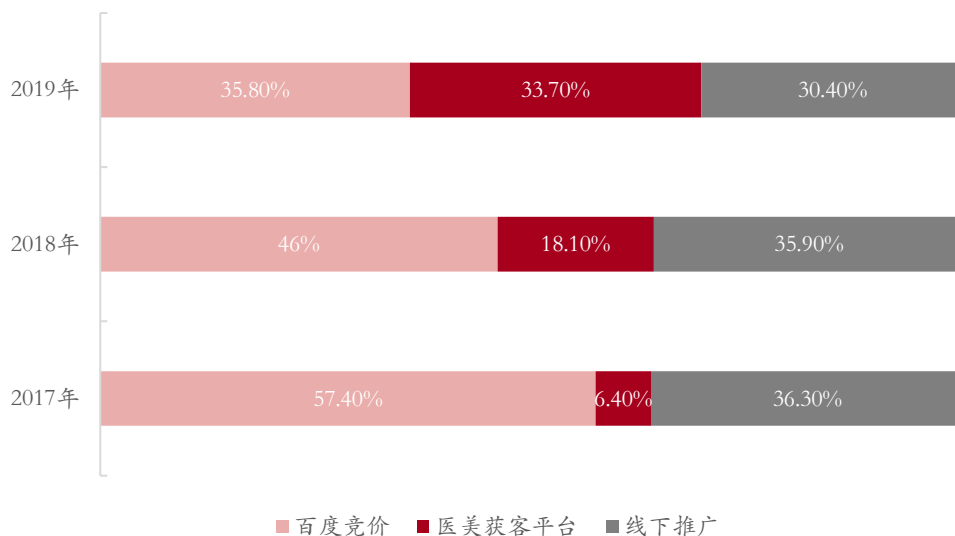


资料来源: 德勤, 中银证券

早期医美机构广告宣传推广主要依靠线下广告投放, 随着互联网与搜索引擎普及百度竞价成为医美机构推广的主要方式之一, 医美机构需要向搜索引擎支付费用以获得搜索结果排名。百度竞价推广方式获客成本高, 且为单向推广内容投放, 难以获得消费者信任。

在 2013 年左右, 新氧等互联网医美平台出现, 并逐渐成为医美机构主要获客平台之一。垂直类医美平台包括 B2C 类与 C2C 类: B2C 类平台核心是专业的咨询服务, 平台通过咨询服务来建立消费者信任, 典型包括悦美、美呗; C2C 平台核心是社区, 通过社区搭建和运营获得用户新人, 典型平台有新氧、美黛拉、美丽神器等。2018 年之后美团、阿里、京东等电商平台也在医美领域进行布局, 发展迅速。

图表 108. 医美机构获客渠道



资料来源：德勤，中银证券

医美获客平台在机构获客渠道的占比实现快速增长，根据德勤数据 2017-2019 年医美机构获客渠道中医美获客平台渠道占比由 6.4% 增长至 33.7%。百度竞价的获客渠道占比被挤占下降，在 2017-2019 年间由 57.4% 下降至 35.8%。医美平台使消费者可以在医美机构之间进行比较，比较各机构消费者体验评价与各项目价格。医美平台各机构价格公开，使各项目的价格更加透明化，造成标准化项目的价格下行压力。医美服务提供机构获得了医美获客平台导入的流量与消费者，但是一方面医美服务机构需要支付医美获客平台一定的费用，另一方面也受到医美获客平台带来的价格下行压力的影响。

5、医美市场监管趋向严格，监管措施趋向具体化

2010 年 12 月 23 日，卫生部发布关于加强医疗美容监管的通知。文件指出但是医疗美容行业存在着准入标准不高、人员素质偏低、质量管理不严等问题，部分地方医疗美容相关的医疗质量安全事件频发，并根据《执业医师法》、《医疗机构管理条例》、《医疗美容服务管理办法》就加强医疗美容服务监管工作提出一系列要求。文件要求各级卫生行政部门要进一步提高对于医疗美容服务监管工作重要性的认识，按照相关法律、法规的规定切实加强对医疗美容服务监管工作的组织领导。文件要求各级卫生行政部门要按照规定要求对辖区内取得《医疗机构执业许可证》的医疗美容机构和医疗机构内设医疗美容科室的名称、诊疗科目、人员、设备、医疗美容项目等基本准入资质情况进行核查，取缔达不到基本标准条件的医疗美容机构或医疗机构内设医疗美容科室。各省级卫生行政部门要在官方网站向社会公示医疗美容机构名单及备案的医疗美容项目等信息。

通知要求各级卫生行政部门要在 2011 年 3 月 15 日前，组织开展医疗美容服务专项检查，对核发《医疗机构执业许可证》的医疗美容机构和医疗机构内设医疗美容科室的执业行为及主诊医师执业情况等进行全面检查。重点查处超出备案的医疗美容项目开展医疗美容服务、违法发布医疗美容广告、使用非卫生技术人员从事医疗卫生技术工作等违法行为。

2017 年 3 月 17 日，国家卫生计生委发布《关于加强医疗美容主诊医师管理有关问题的通知》，就加强医疗美容主诊医师管理提出要求：对医疗美容主诊医师的专业实行备案管理，对本机构的医疗美容主诊医师专业进行核定；县级以上地方卫生计生行政部门要将医疗美容主诊医师备案信息及时录入国家卫生计生委医师管理信息系统并向社会公开；规范开展医疗美容主诊医师定期考核工作。

2017年5月18日，卫生部发布《严厉打击非法医疗美容专项行动方案》，工作内容包括：严厉打击无证行医并规范医疗美容服务行为，注射美容属于医疗美容范畴必须在取得合法资质的医疗机构开展；严厉打击非法制售药品医疗器械，加强对药品医疗器械生产经营企业的监督检查，严厉打击走私行为；严肃整治违规医疗美容培训，医疗美容培训必须由具备资质的医疗机构、医学院校开展，培训师资和培训对象应当符合《医疗美容服务管理办法》等规定；严肃查处违法广告和互联网信息，加强互联网和美展会“微整形”相关信息监控并清理互联网不良信息。

2020年4月3日，国卫办发布《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》，文件要求强化自我管理主体责任，规范医疗美容服务、药品和医疗器械生产经营使用和规范医疗美容广告发布。文件要求积极发挥行业组织自律作用，积极培育医疗美容和生活美容相关协（学）会等行业组织，加强行业会员的自律自查和培训指导并加强科普宣传教。同时，文件要求各地各部门要强化部门联动，创新监管手段：网信部门要依法处置相关部门认定的互联网医疗美容相关不良信息，查处违法违规网站；教育部门要协同加强社会科普教育，引导群众安全就医；公安机关要加强与相关部门的协作配合，依法严厉打击生产销售假药、劣药，非法行医等犯罪活动；商务部门要督促电商平台严格落实主体责任，督促第三方平台配合相关部门做好对销售医疗美容药品和医疗器械的平台内经营者及其商品和服务的管理；海关要加大药品和医疗器械进口监管力度，严厉打击走私药品和医疗器械等违法行为；市场监督管理部门要对生活美容机构开展抽查检查，将涉嫌未取得合法资质开展医疗美容服务的机构及时通报卫生健康行政部门，加强对医疗美容行业价格违法行为和不正当竞争行为的监管，并加强医疗美容广告监管；药品监管部门要依职责加强药品、医疗器械生产经营企业和医疗机构的监督检查，依法查处不符合法定要求的药品、医疗器械。

2021年5月28日，《关于印发打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知》发布，国家卫生健康委、中央网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家邮政局、国家药监局、国家中医药局决定于2021年6月-12月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作。其中，邮政管理部门职责为督促寄递企业严格落实实名收寄、收寄验视、过机安检“三项制度”，配合相关部门加大对药品、医疗器械类物品查验力度，严防相关禁寄物品流入寄递渠道。

2021年11月2日市场监管总局发布《医疗美容广告执法指南》，明确医疗美容广告相关概念与医疗美容广告监管重点，强化行政机关协同监管，加强广告代言监管，强调平台经营者责任，并提出加强刑衔接。《指南》将“制造‘容貌焦虑’”“对未经审批或者备案的药品、医疗器械作广告”“宣传或者含有未经审批或者备案的诊疗科目和服务项目等内容”等九种情形列为打击重点，并对对发布或变相发布医疗美容广告中使用医学专业人士名义或形象作推荐证明等情形明确了执法认定标准。

图表 109. 医美行业监管文件

时间	文件名称	颁布单位
2002/1	《医疗美容服务管理办法》	卫生部
2009/12	《医疗美容项目分级管理目录》	卫生部
2010/12	《卫生部办公厅关于加强医疗美容服务监管的通知》	卫生部办公厅
2017/3	《国家卫生计生委关于加强医疗美容主诊医师管理有关问题的通知》	国家卫生计生委
2017/5	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	国家卫生计生委办公厅、中央网信办 办公厅、公安部办公厅、人力资源社会保障部办公厅、海关总署办公厅、工商总局办公厅 市场监管总局办公厅、食品药品监管总局办公厅
2020/4/	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	国家卫生健康委办公厅、中央网信办 办公厅、教育部办公厅、公安部办公厅、商务部办公厅、海关总署办公厅、市场监管总局 办公厅、国家药监局综合司
2021/5	《关于印发打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知》	国家卫生健康委办公厅、公安部办公厅、市场监管总局办公厅、中央网信办 办公厅、市场监管总局办公厅、国家邮政局办公室、国家药监局综合司、国家中医药管理局 办公室
2021/11	《医疗美容广告执法指南》	市场监管总局

资料来源：卫生部官方网站，卫计委官方网站，中银证券

目前医美下游机构运营存在着大量乱象，包括没有资质机构提供服务、没有资质的人员提供服务和
使用不合法的药物与设备进行服务等。短期来看，医美行业政策监管趋严会对下游医美服务机构造
成较大影响，下游部分医美服务提供机构将面临整顿洗牌。但是从长远角度来看，医美行业监管趋
向严格，有利于行业规范化与合理控制医美项目风险，从而提高消费者对行业内从业者的信任并提
高医美渗透率。

目前在医美服务机构推广内容与医美项目消费者教育内容参差不齐，且部分内容中甚至存在常识性
错误。医美政策监管对医美获客宣传端的监管要求加强，对医美下游机构的获客宣传与上游机构的
产品科普及消费者教育都提出了更高的要求。

6、板块展望

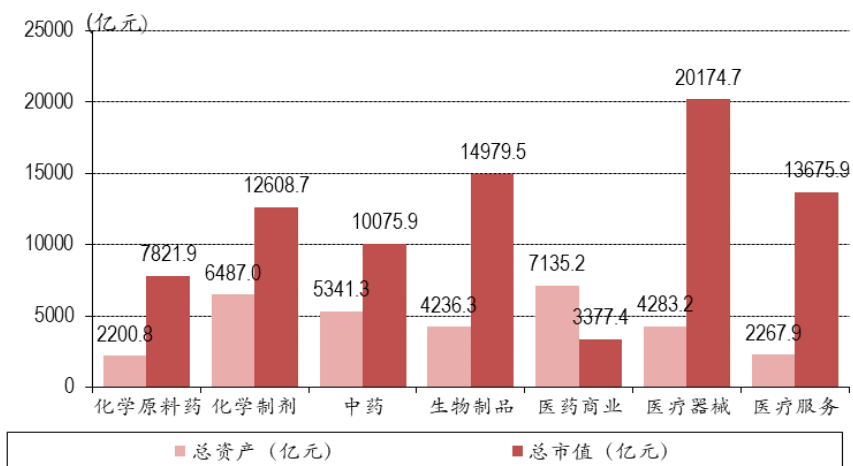
目前中国医美市场仍处于市场扩容阶段，上游药械与设备市场集中度高与行业门槛高，利润水平也
高于医美下游服务提供机构。医美下游市场仍然较为分散，机构面临竞争激烈和获客成本高的问题，
建议关注行业中高客户留存的差异化竞争者。

行业政策方面，医美行业监管政策趋严，且监管措施趋向多样化和具体化。监管部门对于医美行业
宣传方式与宣传内容监管的重视程度提升，对于上游企业消费者教育和下游企业获客均会造成一定
的影响，行业内企业面临挑战与机遇。

医药行业整体行情回顾及估值分析

根据万得截至 2021.11.29，医药生物行业总市值 82714.07 亿元，按总市值排序，医药生物板块位于银行和电子板块之后排第三位。总资产最新 31951.61 亿元，净利润 1811.17 亿元，经营活动产生的现金流净额 1607.93 亿元。其中，化学原料药行业总市值 7821.91 亿元，总资产 2200.84 亿元，净利润 132.5 亿元，经营活动产生现金流量金额 108.50 亿元。化学制剂行业，总市值 12608.74 亿元，总资产 6486.95 亿元，净利润 255.41 亿元，经营活动产生现金流净额 253.88 亿元。中药总市值 10075.93 亿元，总资产 5341.33 亿元，净利润 251.10 亿元，经营活动产生现金流金额 335.03 亿元。生物制品总市值 14979.46 亿元，总资产 4236.25 亿元，净利润 301.34 亿元，经营活动产生现金流净额 234.64 亿元。医药商业总市值 3377.41 亿元，总资产 7135.21 亿元，净利润 176.63 亿元，经营活动产生现金流净额 37.49 亿元。医疗器械总市值 20174.67 亿元，总资产 4283.18 亿元，净利润 578.97 亿元，经营活动产生现金流净额 527.69 亿元。医疗服务总市值 13675.94 亿元，总资产 2267.86 亿元，净利润 115.21 亿元，经营活动产生现金流金额 110.27 亿元。另外，以下两个图反映了截止 2021 年 11 月 29 日医药生物各细分市场总资产、总市值、净利润及经营活动产生的现金流净额情况。

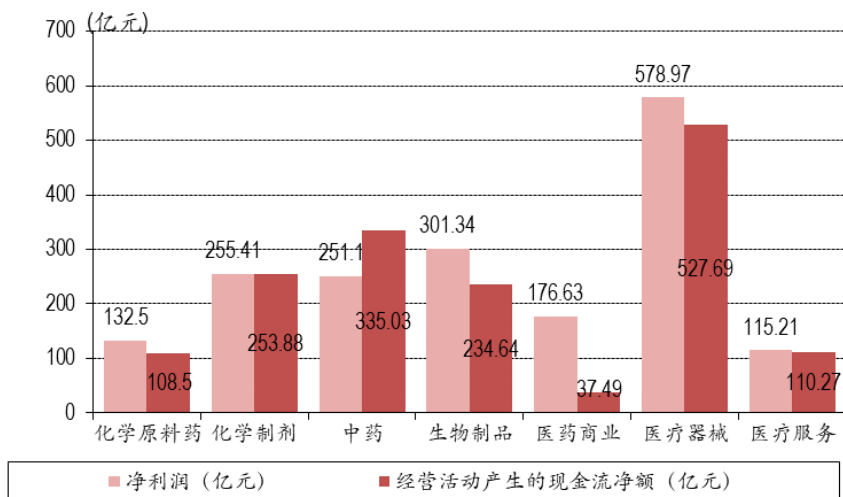
图表 110. 2021 医药生物板块细分行业总资产和总市值情况



资料来源：万得、中银证券

注：数据截至至 2021.11.29

图表 111. 2021 医药生物板块细分行业净利润和经营活动产生的现金流净额情况

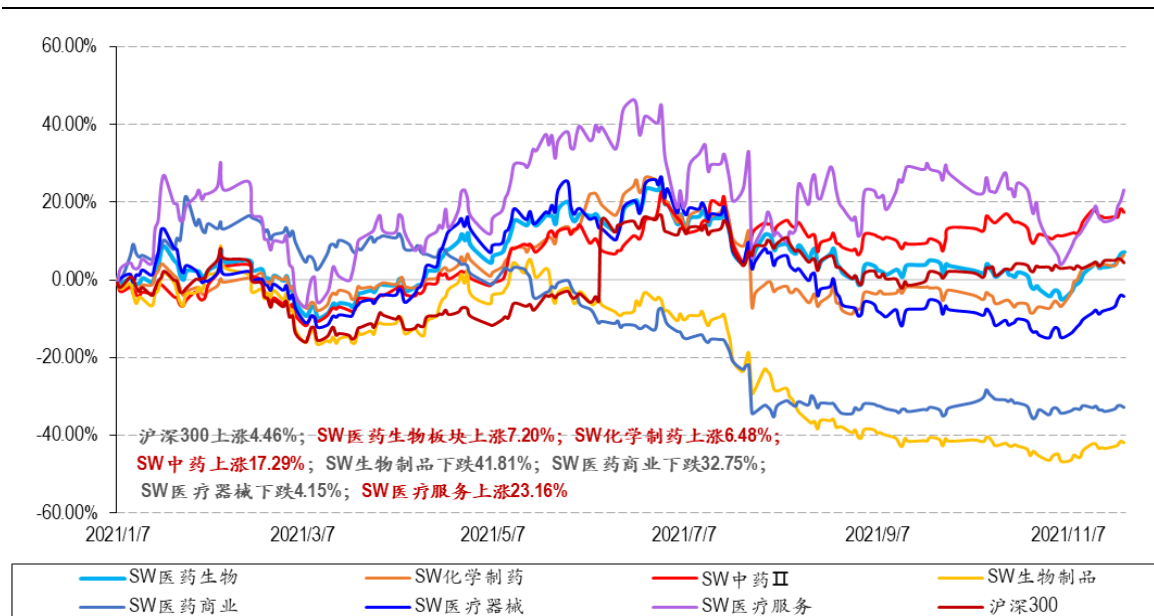


资料来源：万得、中银证券

注：数据截至至 2021.11.29

2021年年初以来，医药生物板块整体上涨7.2%，略微跑赢沪深300。其中，申万化学制药上涨6.48%，申万中药上涨17.29%，申万医疗服务上涨23.16%。另外，申万生物制品下跌41.81%，申万医药商业下跌32.75%，申万医疗器械下跌4.15%。从细分板块来看，申万原料药上涨35.08%，申万化学制剂下跌6.67%，申万血液制品下跌21.35%，申万疫苗下跌59.28%，申万其他生物制品下跌40.56%，申万医药流通下跌12.57%，申万线下药店下跌37.11%，申万医疗设备下跌12.22%，申万医疗耗材上涨0.34%，申万体外诊断下跌18.83%，申万诊断服务下跌24.43%，申万医院下跌40.41%，申万医疗研发外包上涨57.27%。

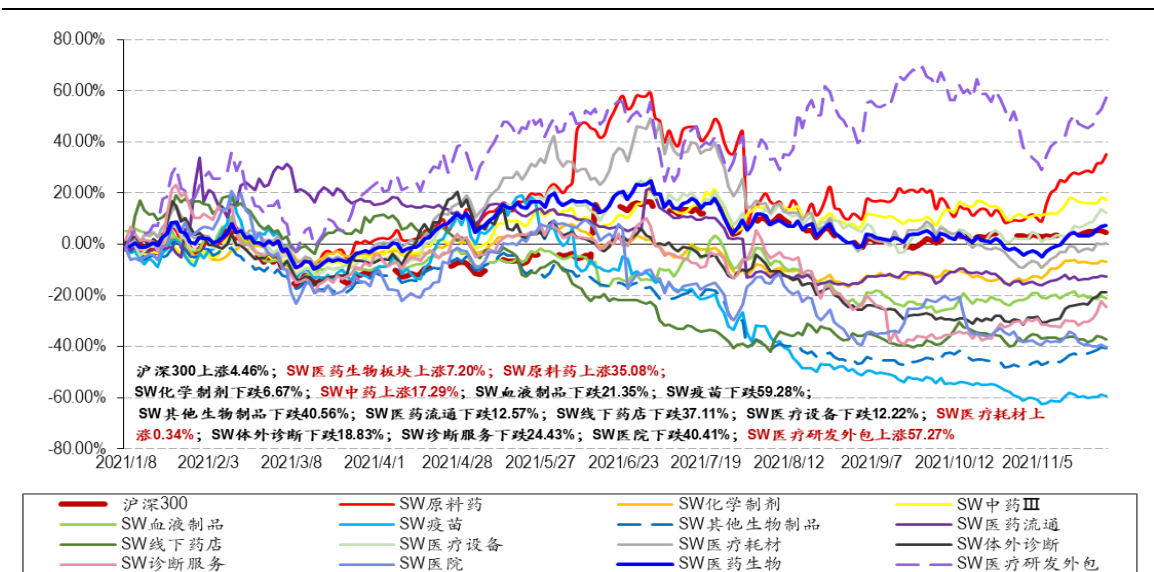
图表 112. 年初以来医药生物细分板块（申万二级）行情回顾



资料来源：万得，中银证券

注：数据截止于2021.11.26；数据截至2021.11.15；沪深300在6.15附近有大幅度增长，主要是因为沪深300指数的成分股在6月15日做了较大程度调整

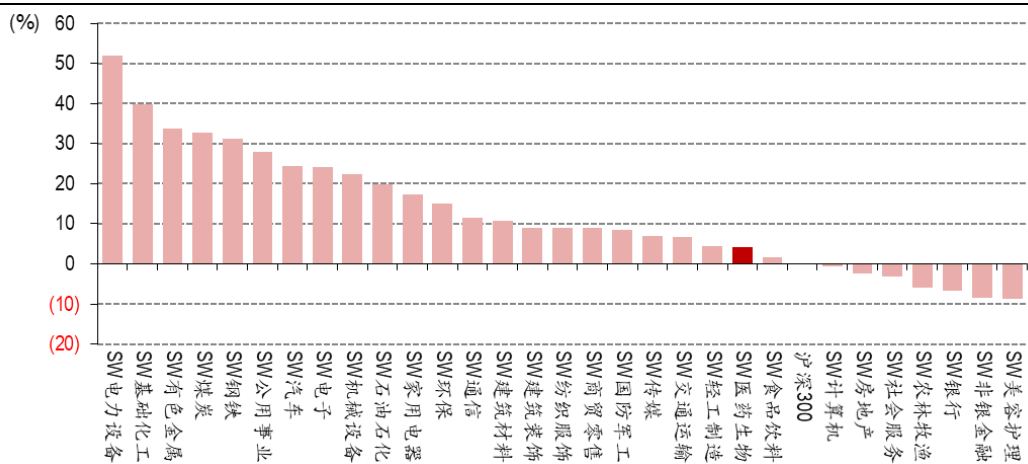
图表 113. 年初以来生物医药细分板块（申万三级）行情回顾



资料来源：万得，中银证券

注：数据截止于2021.11.26；数据截至2021.11.15；沪深300在6.15附近有大幅度增长，主要是因为沪深300指数的成分股在6月15日做了较大程度调整

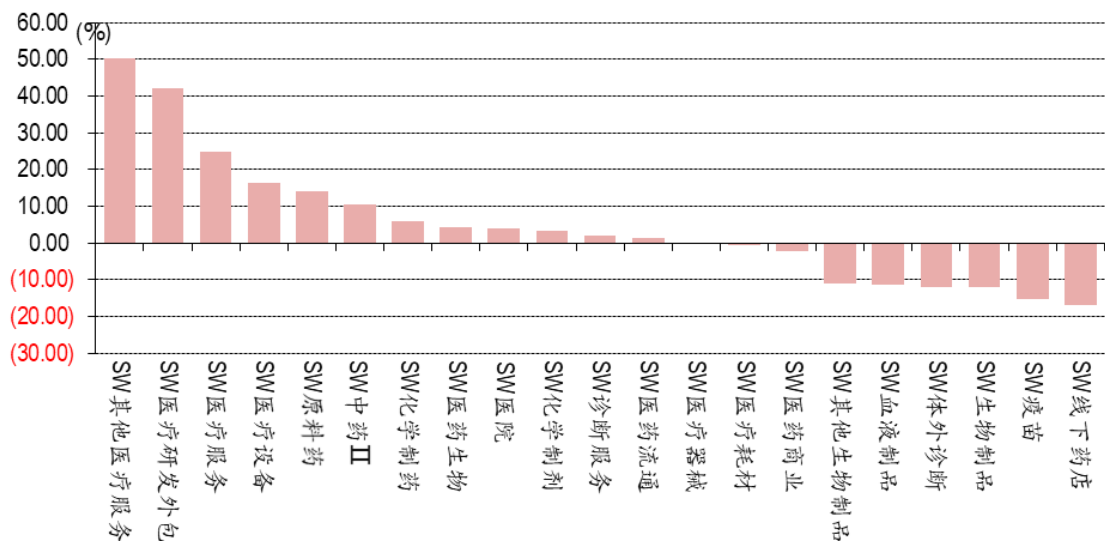
图表 114. A 股市场不同行业板块年初以来涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

注：数据截止于 2021.11.15

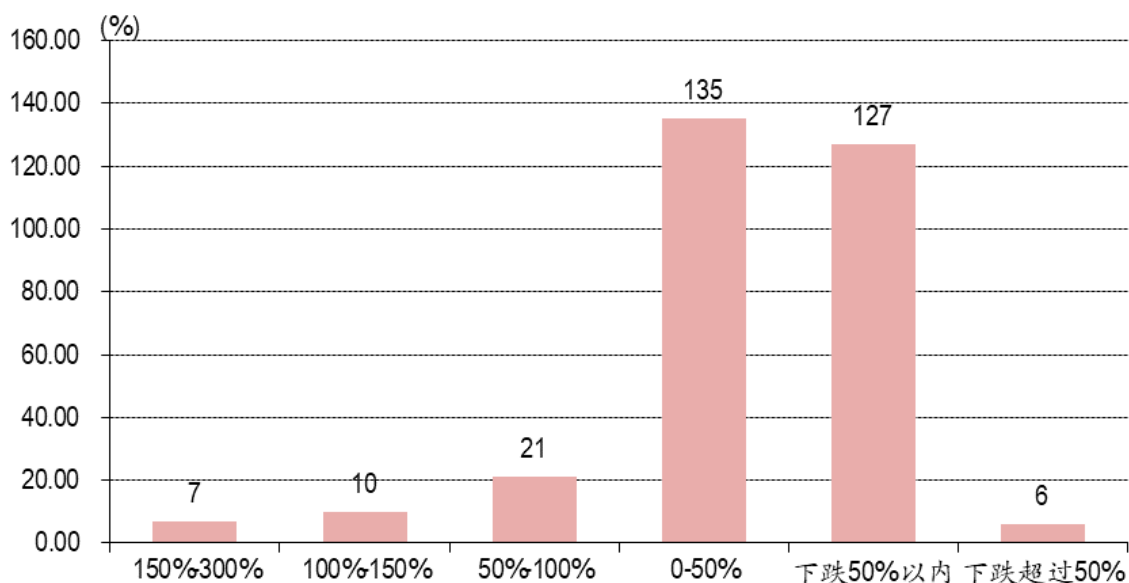
图表 115. 医药生物板块（细分）年初至今涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

注：数据截止于 2021.11.15

图表 116. 年初以来生物医药板块个股涨跌幅不同区间内公司汇总



资料来源：万得，中银证券
注：数据截止于2021.11.15

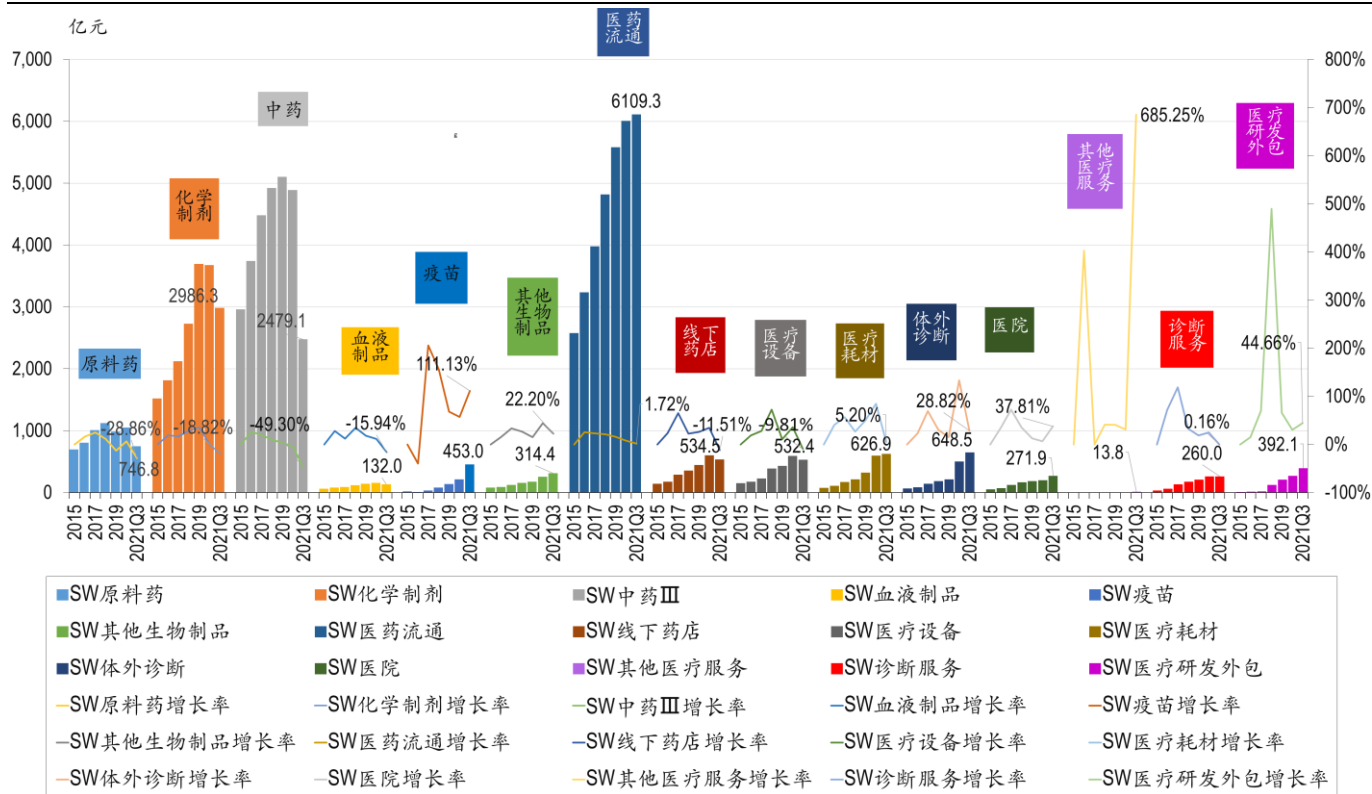
图表 117. 行业估值热力图

行业名称	2015				2016				2017				2018				2019				2020				2021			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
农林牧渔(申万)	72.39	93.97	66.05	74.19	64.30	56.27	49.12	30.01	28.71	26.22	31.67	33.81	31.00	25.73	27.01	26.01	38.42	49.46	37.19	31.98	32.78	19.81	17.49	16.01	16.69	19.18	26.17	
采掘(申万)	33.13	52.04	35.25	49.43	55.02	59.93	81.52	76.83	57.34	29.10	24.79	19.35	17.76	16.00	15.80	12.15	14.49	13.84	12.97	13.05	11.03	12.43	14.73	16.55	16.60	13.43	15.57	
化工(申万)	45.24	60.02	38.45	56.59	42.29	43.55	47.41	44.71	41.40	30.96	31.73	27.50	25.54	20.00	16.86	13.24	17.90	17.98	18.75	21.64	19.26	24.63	29.67	30.85	31.30	25.61	23.74	
钢铁(申万)	64.01	95.52	64.29	118.71	126.28	126.49	127.30	76.79	53.39	22.55	24.58	15.80	13.00	9.41	7.79	5.78	7.56	7.36	7.09	9.76	9.03	11.80	14.21	14.55	15.98	12.16	10.19	
有色金属(申万)	62.01	108.35	65.14	101.57	97.75	107.99	108.18	84.51	86.89	58.45	63.40	47.06	39.52	28.55	24.69	22.95	30.32	36.02	36.07	38.32	30.47	37.77	41.98	48.66	46.64	33.97	33.52	
电子(申万)	70.83	88.11	55.12	78.10	62.56	74.42	71.56	64.80	62.94	48.71	45.01	40.15	38.95	33.16	28.16	23.17	33.73	31.03	37.29	42.87	40.60	54.01	52.01	49.95	43.81	42.79	34.94	
家用电器(申万)	18.82	22.25	13.93	18.89	16.42	17.50	18.21	17.69	19.84	20.97	18.76	20.08	19.97	15.90	12.44	10.66	14.26	16.22	15.52	17.12	14.45	19.85	23.30	28.27	25.44	18.26	16.00	
食品饮料(申万)	28.65	35.12	25.47	30.48	27.57	28.14	28.32	29.09	31.57	31.59	34.59	36.79	32.76	31.43	28.26	22.71	30.98	31.94	32.48	32.60	30.98	39.93	44.15	53.65	48.56	48.16	42.04	
纺织服装(申万)	42.34	49.00	32.36	43.59	38.71	35.75	37.17	38.86	35.35	34.20	30.11	26.24	25.29	27.02	21.08	18.84	24.46	22.10	23.19	25.30	24.54	30.62	35.49	36.80	37.12	32.47	27.72	
轻工制造(申万)	66.98	90.09	63.63	76.62	57.63	54.85	53.88	49.52	47.84	37.23	35.27	27.39	25.32	20.11	16.81	15.48	20.59	20.58	21.79	24.27	21.24	24.12	26.81	25.71	30.47	24.18	19.98	
医药生物(申万)	49.89	58.28	40.67	49.93	41.41	39.97	44.47	41.40	41.30	40.88	38.96	37.44	39.38	34.60	28.73	24.66	32.95	32.66	34.71	36.43	39.05	52.20	48.99	45.35	42.11	41.66	34.83	
公用事业(申万)	26.26	32.71	21.27	24.47	20.06	20.69	23.05	23.35	24.62	27.05	29.21	27.89	26.94	21.79	20.47	19.37	22.65	21.06	19.48	19.04	17.98	20.52	20.04	18.57	21.19	18.11	22.14	
交通运输(申万)	29.39	36.91	24.01	26.47	22.80	21.33	22.92	23.12	26.15	23.86	22.97	20.67	18.99	16.35	16.42	16.22	20.97	18.89	17.25	17.57	15.50	20.97	23.20	24.83	27.06	19.76	16.01	
房地产(申万)	22.36	27.54	18.17	27.24	23.17	22.12	22.94	21.20	19.68	16.70	16.16	15.60	14.25	11.03	9.58	8.82	11.53	10.22	8.97	9.89	8.42	9.05	9.30	8.56	8.38	7.76	7.67	
商业贸易(申万)	42.75	53.70	33.30	44.66	42.49	42.57	49.42	49.98	44.32	34.75	35.89	29.22	28.21	22.47	17.19	14.97	19.12	17.42	17.43	14.79	14.37	25.04	24.54	27.27	27.08	24.51	23.40	
休闲服务(申万)	75.94	85.59	59.56	78.01	64.77	56.30	53.01	48.04	51.75	44.62	42.71	39.47	41.46	37.91	32.01	26.53	32.69	32.45	33.63	34.28	27.15	84.33	161.08	164.64	187.72	79.78	58.15	
综合(申万)	71.22	93.69	70.68	93.60	79.11	82.49	75.97	74.09	74.25	53.30	50.86	48.50	43.86	33.50	28.05	25.10	35.87	24.99	27.17	32.51	29.43	43.73	39.58	36.39	35.16	53.37	47.34	
建筑材料(申万)	29.96	39.51	29.80	43.35	38.56	38.03	41.88	39.17	38.00	32.43	28.63	26.21	23.82	16.39	13.35	10.24	12.94	12.16	10.98	13.04	13.02	14.05	15.08	14.51	15.38	13.13	12.72	
建筑装饰(申万)	23.14	25.75	18.19	20.61	16.84	15.60	16.43	18.80	20.24	18.98	17.99	16.45	14.54	11.08	11.06	10.19	11.90	10.36	9.70	9.51	8.99	9.59	9.86	8.98	9.49	8.26	8.74	
电气设备(申万)	60.30	75.49	44.75	58.52	45.73	47.62	44.49	42.75	45.23	42.80	43.72	37.74	35.50	27.20	23.69	22.65	30.04	32.12	31.62	32.25	31.64	35.15	41.19	47.74	43.66	47.61	51.15	
国防军工(申万)	129.03	190.04	145.64	213.94	165.31	144.44	135.38	124.52	131.82	103.44	94.95	78.65	76.26	62.91	63.10	53.57	69.72	62.80	57.06	57.97	54.49	56.08	74.83	75.42	60.80	63.07	63.40	
计算机(申万)	102.97	113.30	71.96	101.88	76.52	61.47	57.85	47.56	47.61	52.35	60.37	57.52	61.85	50.58	45.90	37.60	55.09	52.72	54.59	58.10	57.53	77.56	74.48	70.65	62.09	55.75	52.95	
传媒(申万)	80.05	103.15	63.21	72.83	57.73	51.95	54.40	46.88	44.50	38.66	37.77	34.75	34.74	27.66	23.56	21.21	25.96	31.77	35.60	41.66	38.30	53.49	40.91	36.18	34.90	29.25	25.04	
通信(申万)	58.66	70.10	47.25	63.27	48.22	47.21	48.43	47.97	63.56	65.14	65.42	59.76	44.99	31.97	39.12	35.16	45.29	42.77	37.69	37.72	38.94	45.44	39.61	37.48	33.44	35.37	32.80	
银行(申万)	7.22	7.83	6.45	7.09	6.49	6.38	6.63	6.64	6.86	7.03	7.27	7.40	7.29	6.28	6.73	5.95	7.01	6.97	6.61	7.02	6.00	5.93	6.42	7.24	7.78	7.28	6.28	
非银金融(申万)	32.38	25.60	11.53	14.87	13.01	13.49	17.06	16.91	18.07	19.71	22.01	21.08	17.28	15.02	15.36	15.00	21.80	18.94	16.33	15.92	13.60	15.61	18.85	18.73	15.27	14.35	12.89	
汽车(申万)	23.74	29.07	21.51	28.52	24.40	23.64	23.46	22.47	22.71	21.36	22.13	20.72	18.33	16.72	14.98	13.49	16.40	16.65	17.13	19.51	18.55	25.35	28.17	31.70	28.74	28.38	27.21	
机械装备(申万)	66.59	103.20	71.82	85.88	66.13	65.87	69.88	74.70	73.50	58.69	54.30	48.07	42.65	31.44	27.58	23.66	31.71	28.30	25.74	26.78	24.81	28.75	29.28	30.14	29.74	25.48	26.53	

资料来源：万得，中银证券
注：数据截至2021.11.15

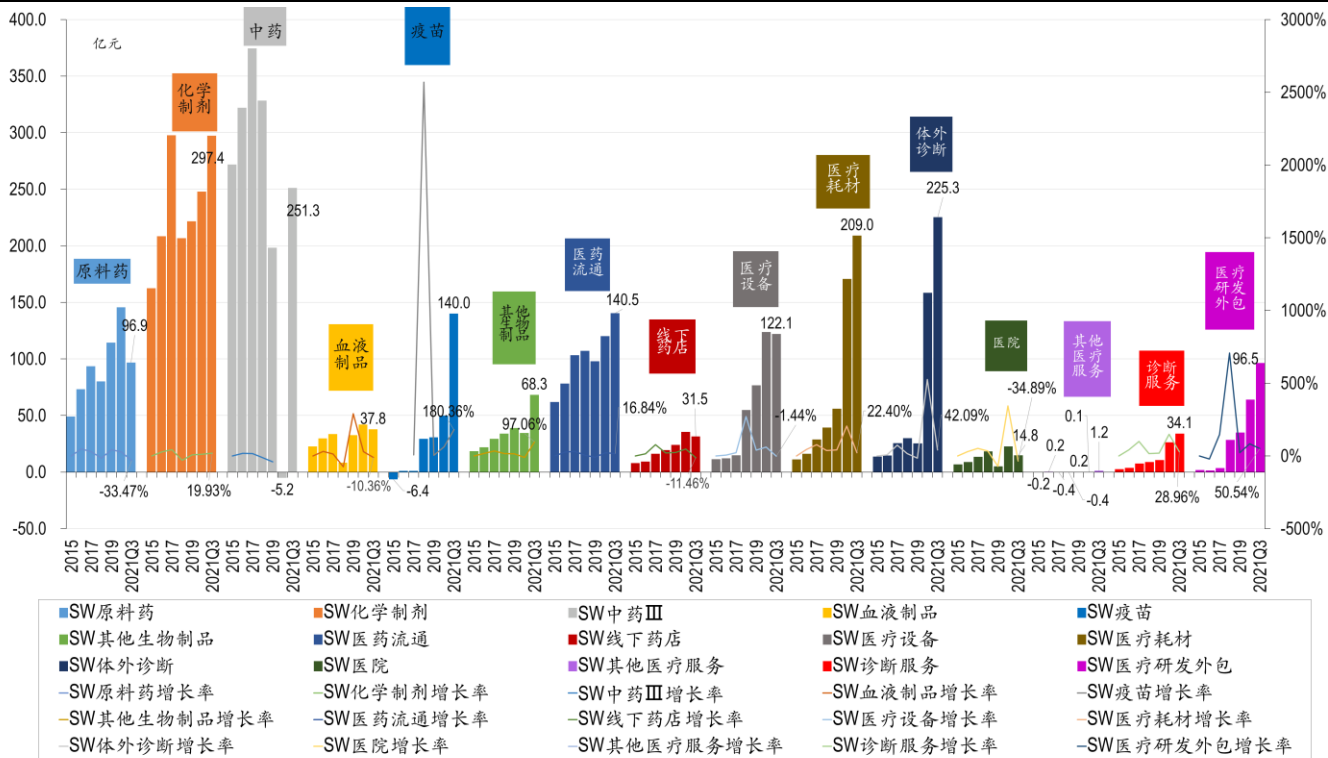
医药生物板块业绩回顾

图表 118.医药生物板块细分行业 2015-2021Q3 营业总收入及同比增速情况梳理 (2015-2020 为全年总收入)



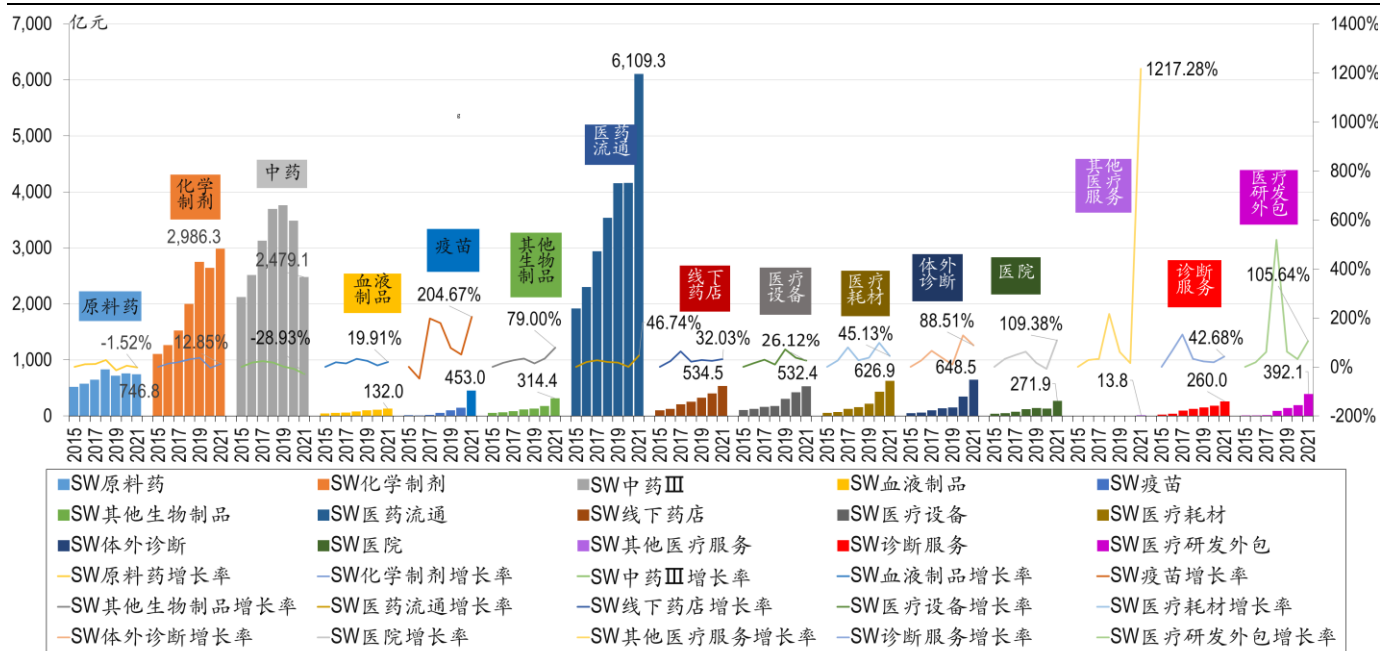
资料来源: 万得, 中银证券

图表 119.医药生物板块细分行业 2015-2021Q3 归母净利润及同比增速情况梳理 (2015-2020 为全年)



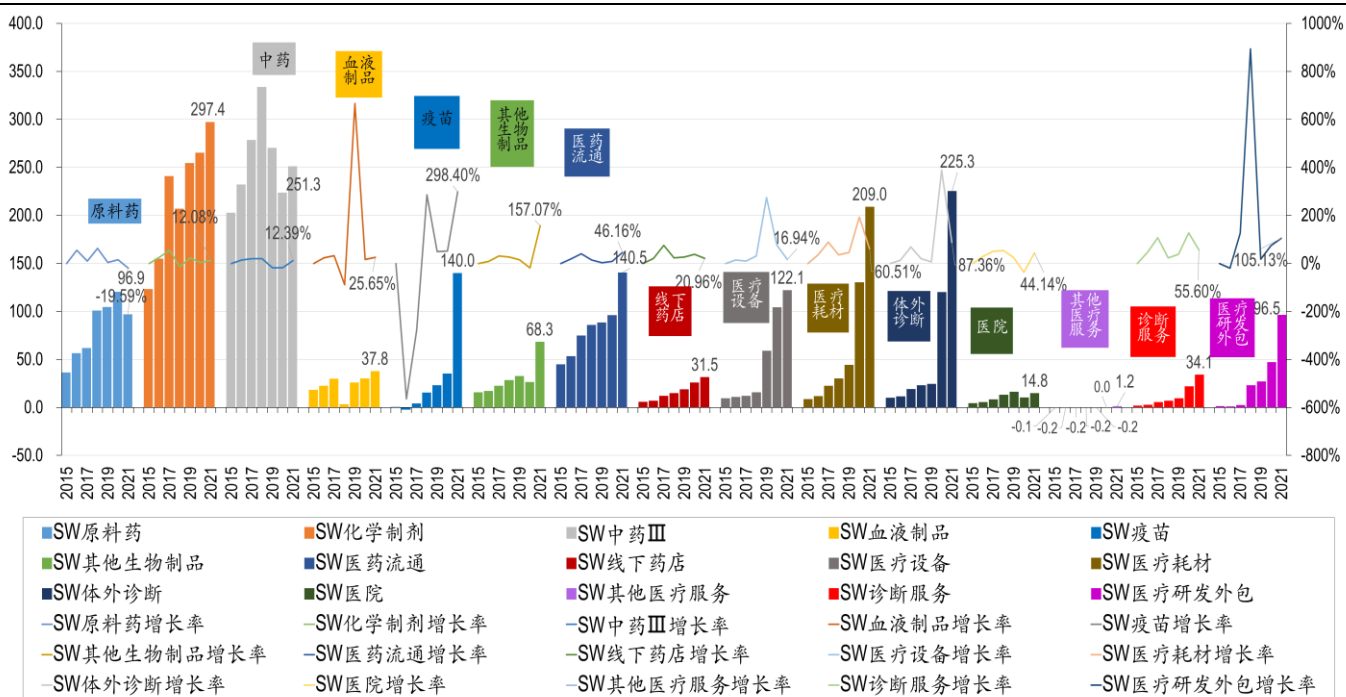
资料来源: 万得, 中银证券

图表 120.医药生物板块细分行业 2015-2021 前三季度营业总收入及同比增速情况梳理（数据均截止于前三季度）



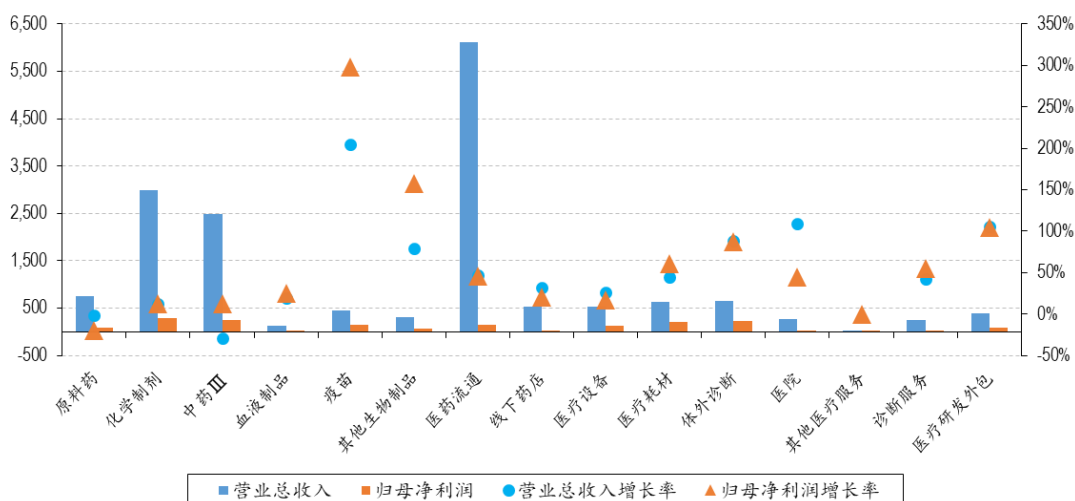
资料来源：万得，中银证券

图表 121.医药生物板块细分行业 2015-2021 前三季度归母净利润及同比增速情况梳理（数据均截止于前三季度）



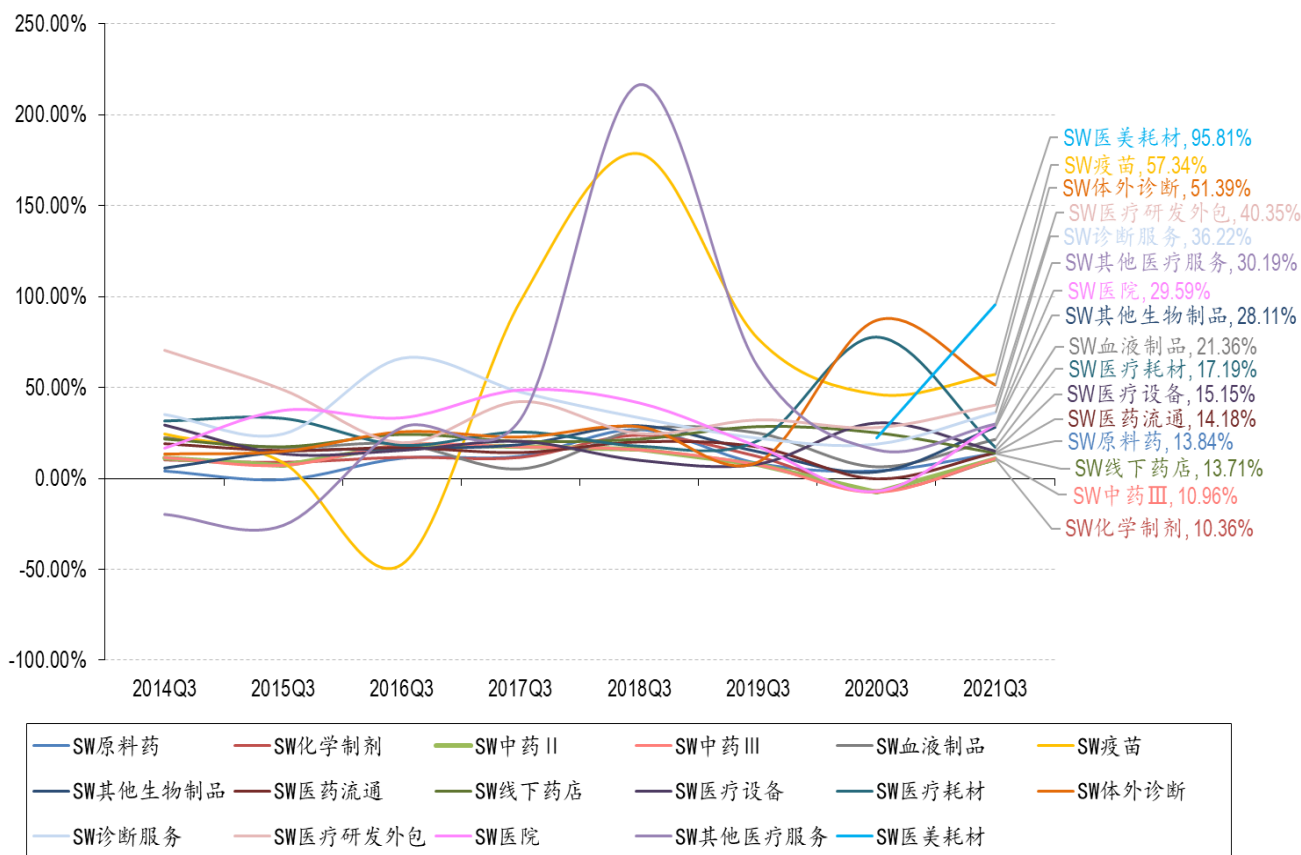
资料来源：万得，中银证券

图表 122. 2021 年前三季度营业总收入及同比增速&归母净利润及同比增速



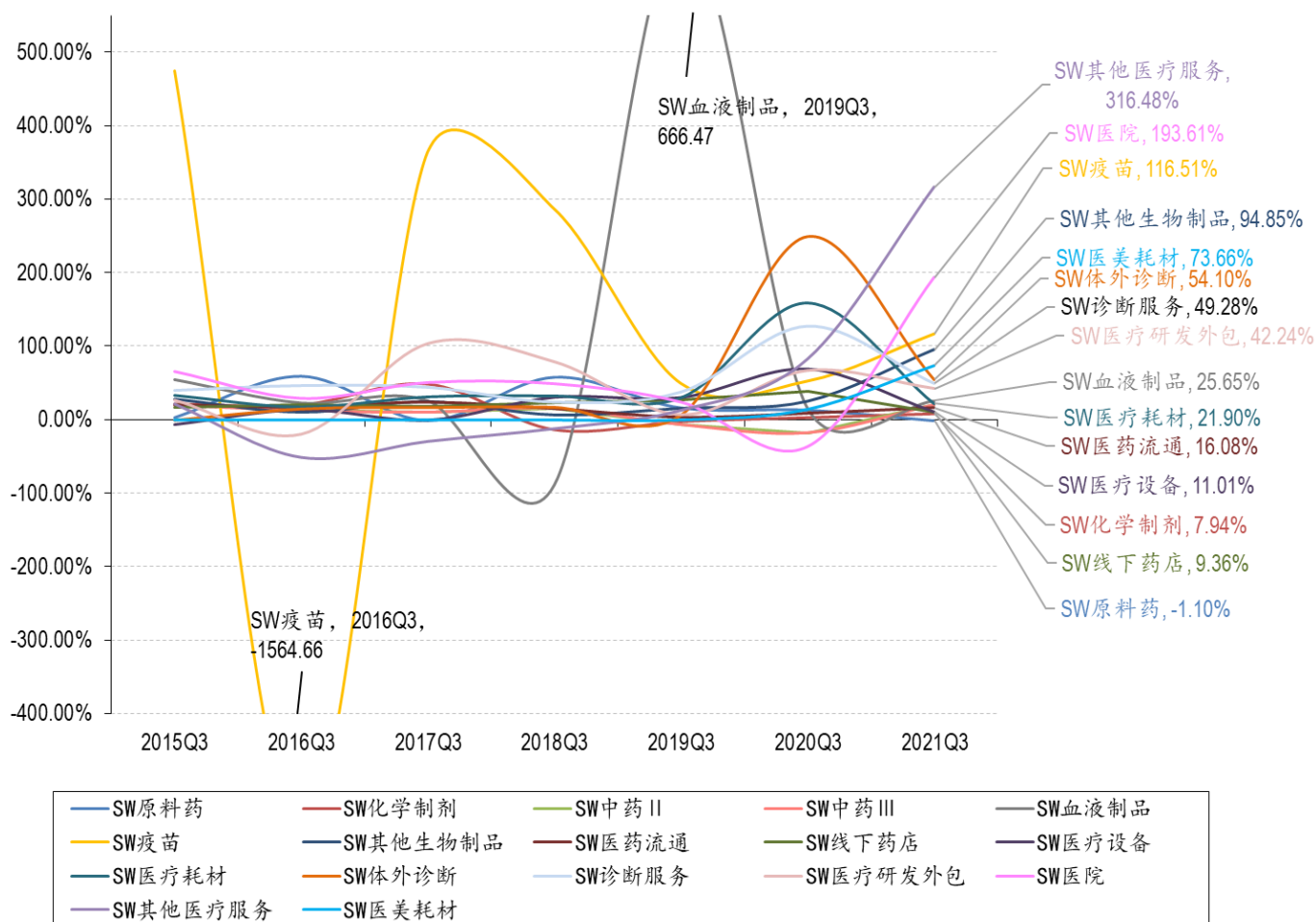
资料来源：万得，中银证券

图表 123. 医药生物板块细分行业 2014-2021 前三季度营业收入同比增长率



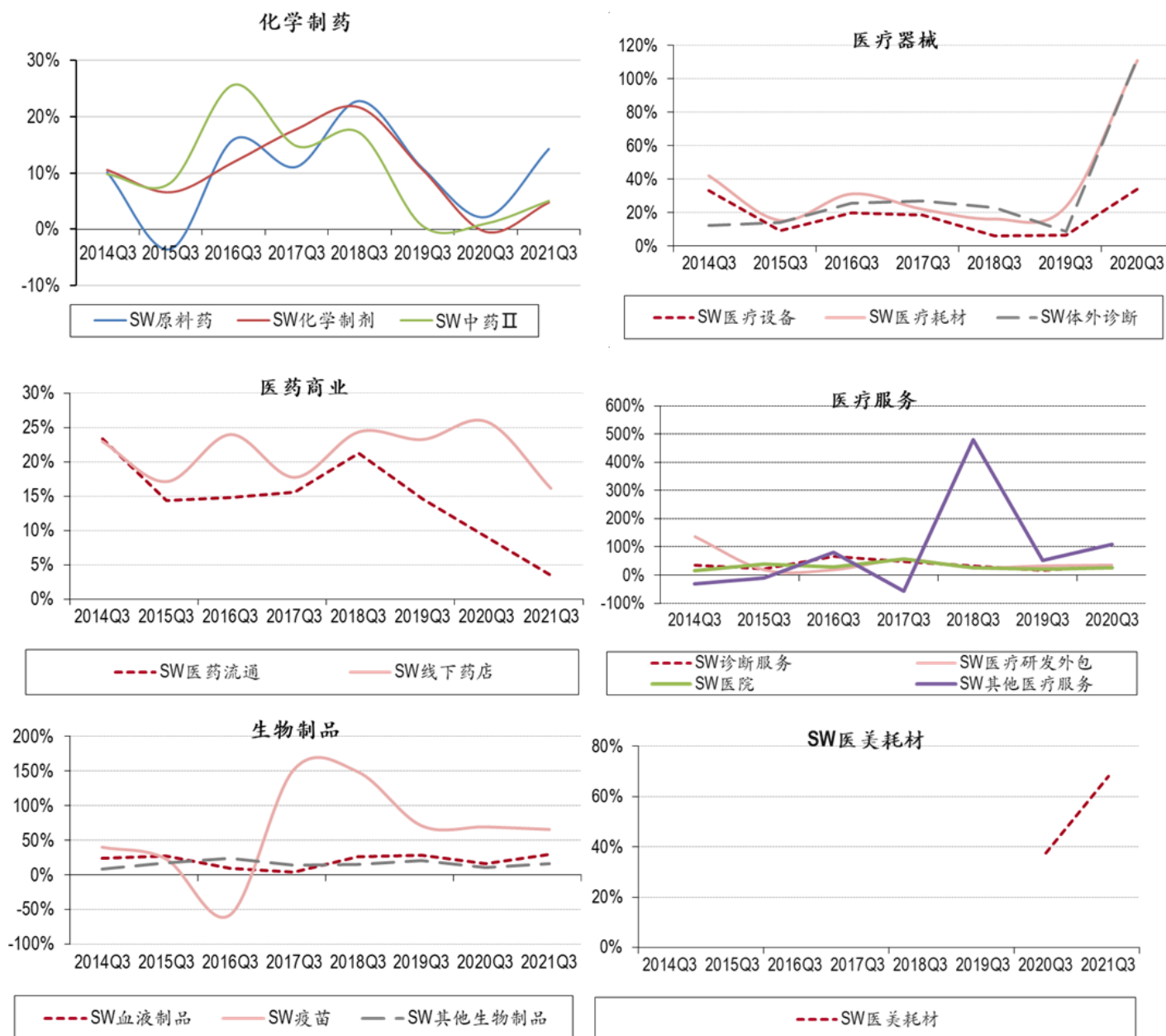
资料来源：万得，中银证券

图表 124. 医药生物板块细分行业 2014-2021 前三季度归母净利润同比增长率



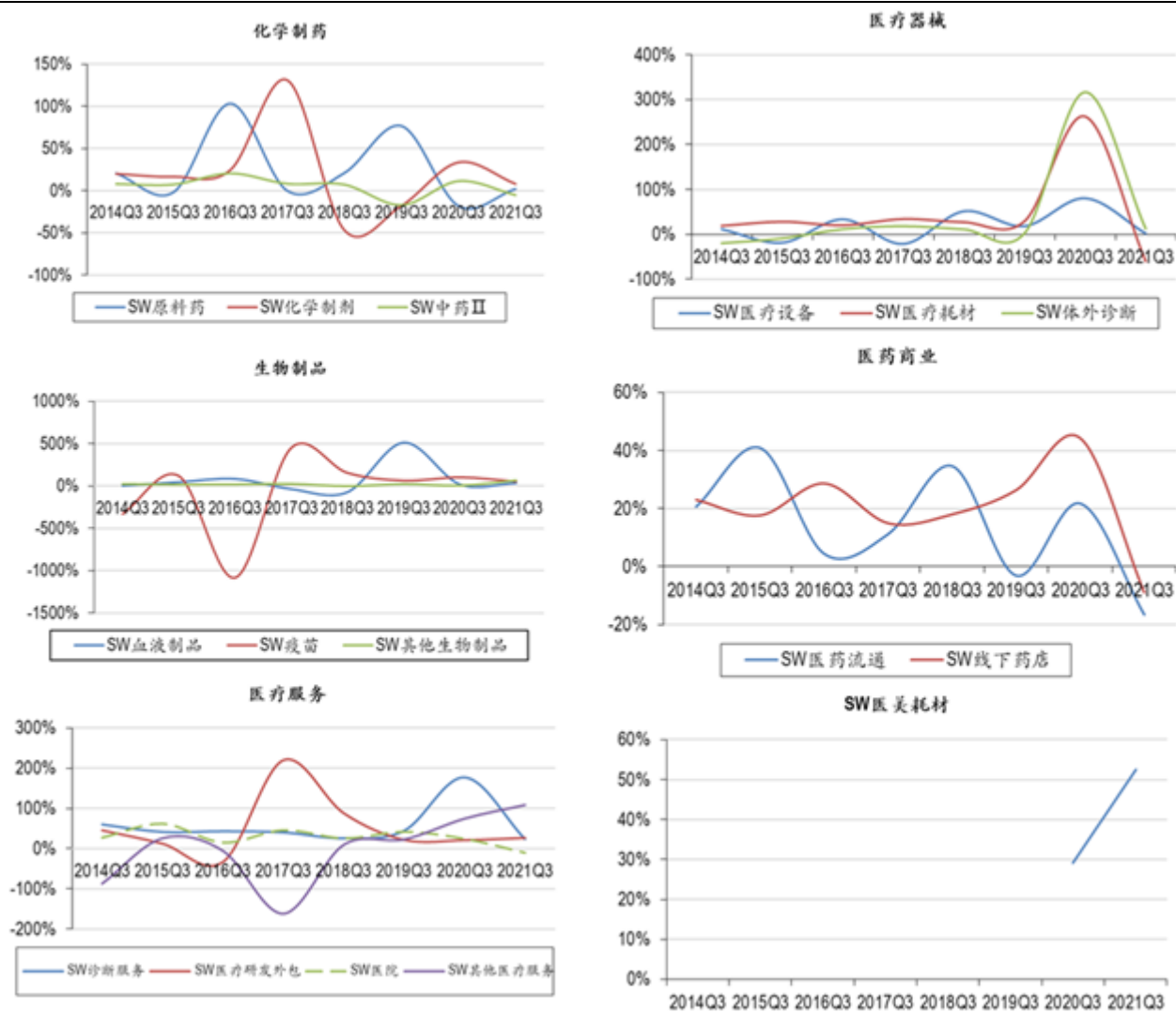
资料来源：万得，中银证券

图表 125. 医药生物板块细分行业 2014-2021 (单) 三季度营业总收入同比增速



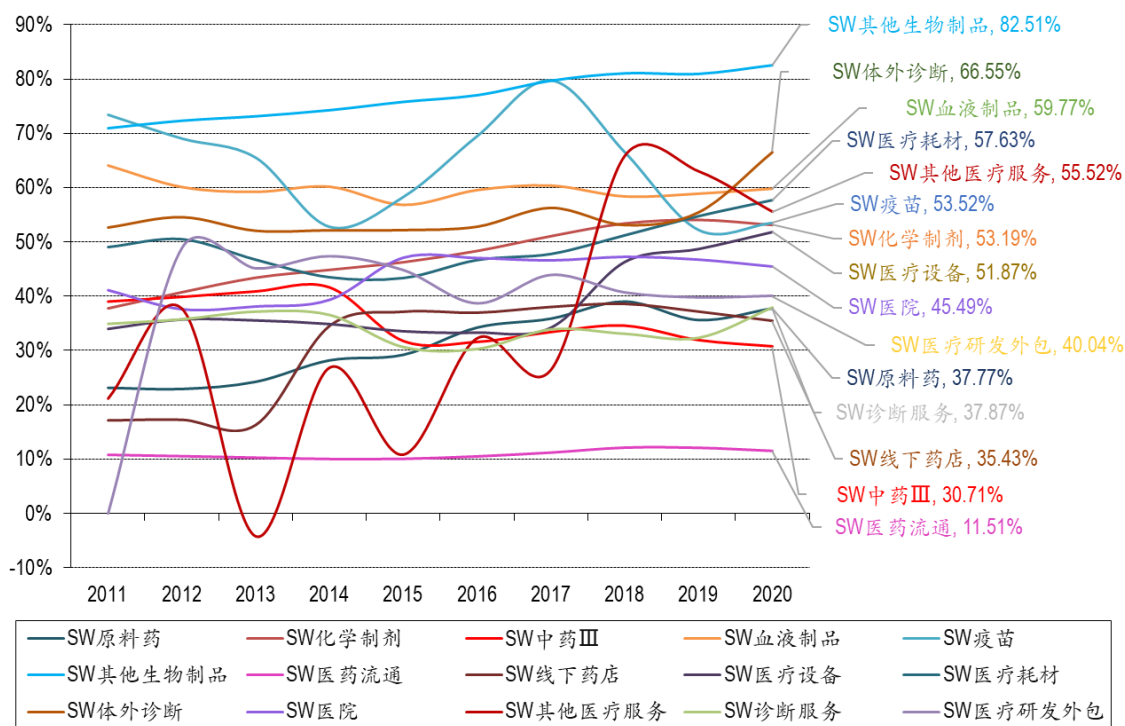
资料来源: 万得, 中银证券

图表 126. 医药生物板块细分行业 2014-2021（单）三季度归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 127. 2011-2020 申万医药生物板块细分领域销售毛利率情况

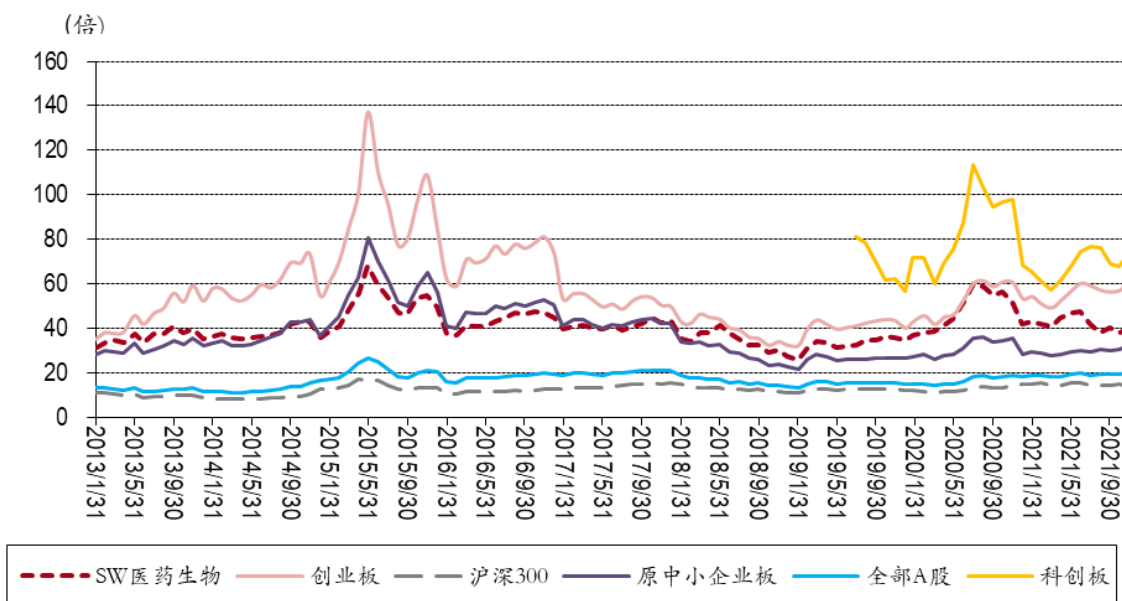


资料来源：万得，中银证券

估值比较

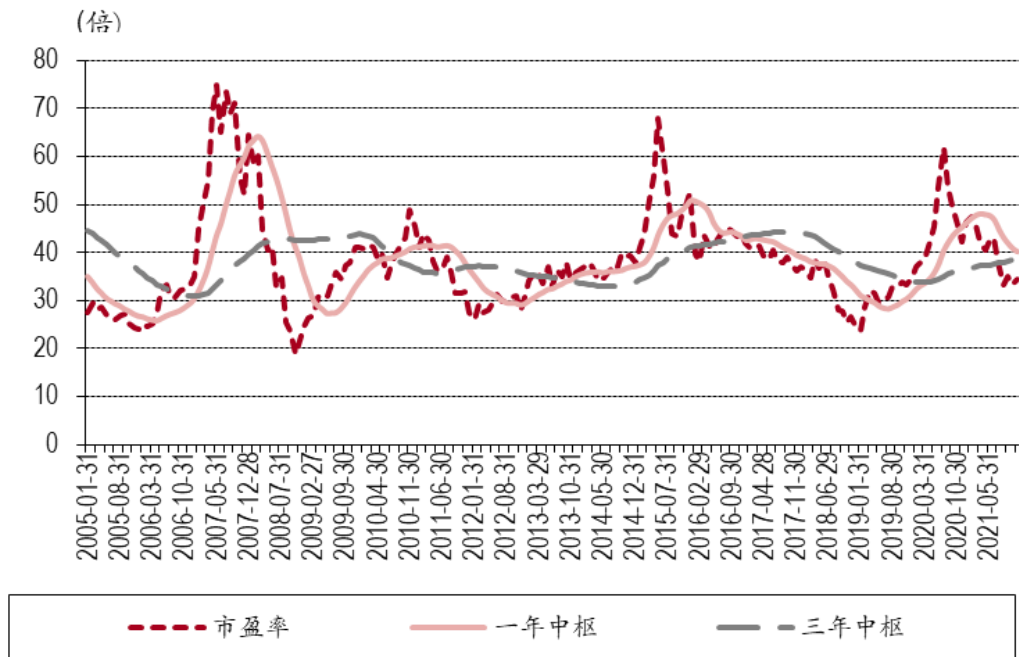
2020年，受新冠疫情催化医药生物板块估值一度抬高，个别细分板块出现高估值情况。2021年以来，医药生物板块大幅调整，目前估值已经基本回到历史低位，在一年估值中枢和三年估值中枢之下，到达估值相对舒适区。

图表 128. SW 医药生物板块及市场市盈率变化（历史 TTM，整体法，剔除负值）



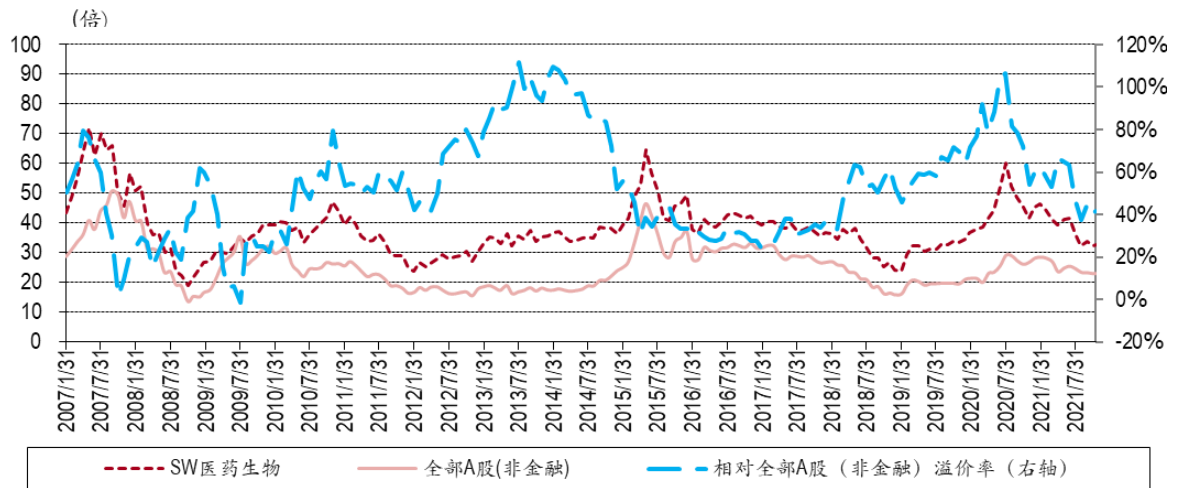
资料来源：万得，中银证券
注：数据截止于2021年11.15

图表 129. 生物制药行业估值中枢



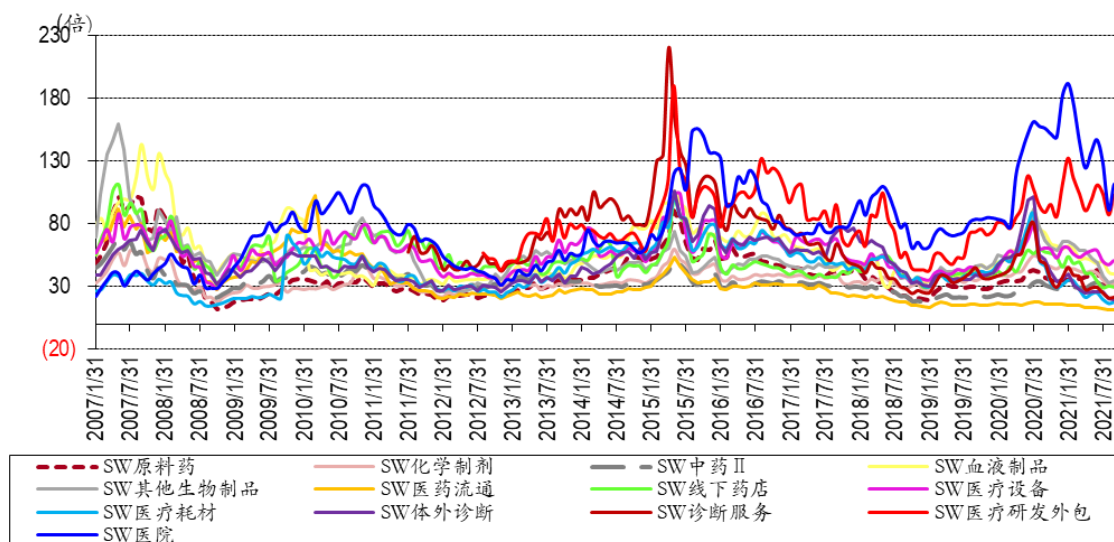
资料来源：万得，中银证券
注：数据截止于2021.11.15

图表 130. SW 医药生物板块溢价率 (历史 TTM, 整体法)



资料来源：万得，中银证券

图表 131. 2007-2021.01 A 股医药生物板块各细分子行业 PE 估值水平比较



资料来源: 万得, 中银证券

估值扩张期结束之后的再平衡: 板块估值有望稳中有升

2019-2020 年, 在领涨板块 CRMO、原料药、医疗服务、品牌中药等板块的带领下, 申万医药生物指数取得 117% 的涨幅 (区间最高涨幅高达 136%), 取得明显的相对收益, 区间估值一度达到历史极大值。2019-2020 年医药板块估值扩张了 86.4%, 其中生物制品估值扩张了 96%, 化学原料药估值扩张了 80%, 医疗服务 (含 CRMO) 估值扩张了 140%, 中药估值扩张了 64%。

进入 2021 年, 医药板块进入反复拉锯调整的时期, 估值进入收缩调整期。2021 年医药生物指数 (申万) 下跌 6.14%, 估值收缩了 24.4%。中药板块上涨 13.25%, 化学制剂下跌 9.04%, 化学原料药上涨 27.89%, 医疗器械下跌 11.11%, 生物制品下跌 12.18%, 医疗服务上涨 0.54%, 医药商业下跌 22.93%。28 个申万一级行业中排名 20。板块截止 11 月 26 日, 医药板块市盈率 34 倍, 相比 2019 年年初扩张了 41%, 全部 A 股 (非金融) 估值 26 倍, 相比 2019 年年初扩张了 48%。医药板块中化学原料药估值扩张最大, 三年扩张了 146% (2021 年继续扩张), 中药扩张了 62%, 医疗服务扩张了 58%。呈现估值收缩状态的有两个子板块: 医药商业, 估值收缩了 5%, 医疗器械收缩了 15%。

图表 132. 2019-2021 年医药板块市盈率变化

板块	市盈率				2019-2020 年两年 间估值扩张程度 (%)	2019-2021 年三 年间估值扩张 程度 (%)
	2019-01-01	2020-01-01	2021-01-01	2021-11-26		
全部 A 股(非金融)	15.90	21.12	28.29	23.57	77.90	48.27
SW 医药生物	24.17	34.36	45.06	34.01	86.40	40.69
SW 医药商业 II	15.79	18.00	21.21	14.99	34.35	(5.07)
SW 医疗器械 II	32.13	41.20	42.40	27.28	31.98	(15.08)
SW 中药 II	18.25	23.01	29.83	29.48	63.46	61.56
SW 生物制品 II	30.27	42.81	59.45	35.58	96.40	17.56
SW 化学制剂	29.36	38.63	47.48	33.98	61.72	15.74
SW 化学原料药	19.41	29.53	35.06	47.74	80.58	145.90
SW 医疗服务 II	49.59	74.51	118.83	78.19	139.62	57.67

资料来源: 万得, 中银证券。注: 市盈率估值采用 TTM 整体法, 剔除负值

横向全球比较，近三年以来港股医药板块和A股医药板块联动明显，而港股调整出清更加彻底

横向来看：2021年11月26日，A股医药板块市盈率PE（TTM、整体法）为34倍、美股医药板块市盈率PE（TTM、整体法）为23倍、港股医药板块市盈率PE（TTM、整体法）为23倍。总体上来看，近3年以来美股医药板块保持较为稳定的估值体系，而港股在过去3年获得了极为明显的估值扩张。2019-2020年两年间港股医药板块估值从17倍扩张到39倍，估值扩张了129%。这个时间段和估值扩张的幅度跟A股医药板块的估值扩张期相拟合。而进入2021年，港股医药股也进入调整期，一年间估值收缩了41%，明显高于A股医药股的收缩幅度。我们大体可以看出：近3年以来，港股医药板块与A股医药板块联动紧密，同时其振动波幅要大于A股。

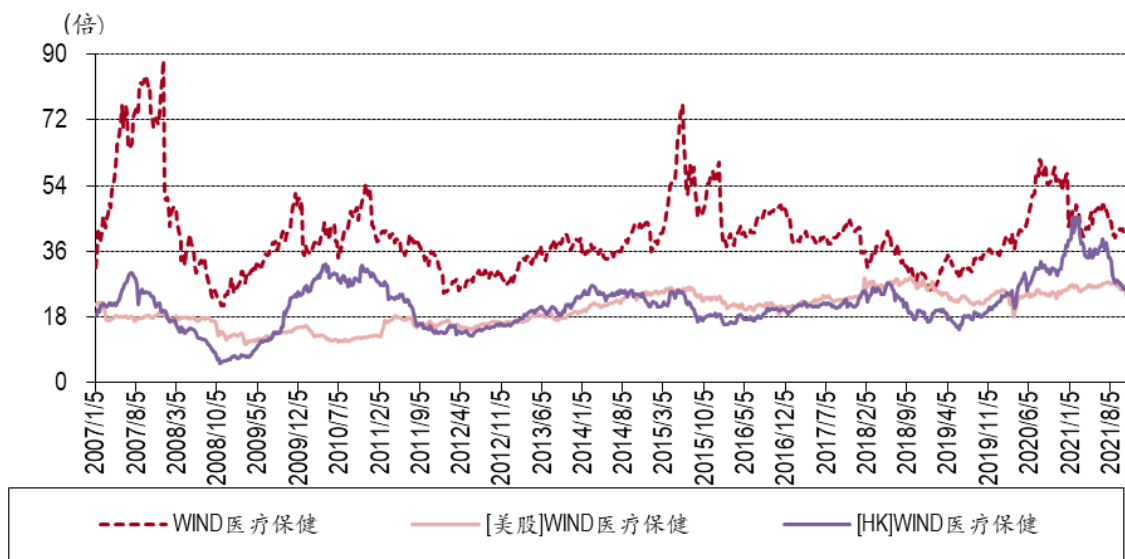
进一步细分来看，美股医药股对于大型成熟型医药巨头的市盈率在20-30倍左右，对于增速较快的成长型中小型生物医药类公司的市盈率可以给到50倍以上，美股估值体系能较好的反映风险对价。而在港股市场，作为离岸金融市场，估值中枢会较低一些，但今年大幅调整，除了医疗服务以及CRMO等强势板块市盈率保持在50-80倍左右，其他大部分个股估值下降明显，部分综合性制药企业的估值下降到10-15倍甚至10倍以下，已进入到合适的价值投资区间。

图表 133. 2018-2021年美股、港股医药板块市盈率变化

板块	市盈率	市盈率	市盈率	市盈率	市盈率(%)
	2018-01-01	2019-01-01	2020-01-01	2021-01-01	2021-11-26
[HK]WIND 医疗保健	15.90	21.12	28.29	23.57	77.90
[美股]WIND 医疗保健	24.17	34.36	45.06	34.01	86.40

资料来源：万得、中银证券。注：市盈率估值采用TTM整体法，剔除负值

图表 134. 2007-2021.01 美股、港股及 A 股医药生物板块 PE 比较 (TTM, 整体法)



资料来源：万得、中银证券

图表 135. 2007-2020.10 美股、港股及 A 股医药生物板块 PE 比较 (TTM, 整体法)

	代码	简称	2020 PE (TTM)	A 股	代码	简称	2020PE (TTM)	
	白马股							
港股	1093.HK	石药集团	13.93		600276.SH	恒瑞医药	54.39	
	1177.HK	中国生物制药	8.75		002007.SZ	华兰生物	31.99	
	1513.HK	丽珠医药	11.79		000513.SZ	丽珠集团	19.24	
	1530.HK	三生制药	14.11		000661.SZ	长春高新	27.20	
	2196.HK	复星医药	17.36		600196.SH	复星医药	28.01	
	0874.HK	白云山	7.20		600332.SH	白云山	13.32	
	2359.HK	药明康德	93.88		603259.SH	药明康德	93.46	
	2607.HK	上海医药	5.99	A 股	601607.SH	上海医药	9.73	
	1099.HK	国药控股	5.82		300122.SZ	智飞生物	23.34	
	3320.HK	华润医药	7.12		600436.SH	片仔癀	112.07	
	0867.HK	康哲药业	9.23		000028.SZ	国药一致	9.71	
	3613.HK	同仁堂国药	14.44		603939.SH	益丰药房	39.90	
	1066.HK	威高股份	20.51		300003.SZ	乐普医疗	23.21	
	0570.HK	中国中药	7.84		000538.SZ	云南白药	30.98	
	2269.hk	药明生物	136.12		300760.SZ	迈瑞医疗	56.06	
	3692.hk	瀚森制药	33.89		300015.SZ	爱尔眼科	119.81	
	成长股							
港股	1061.HK	亿胜生物科技	9.03		300558.SZ	贝达药业	86.57	
	2186.HK	绿叶制药	20.17		002773.SZ	康弘药业	-89.95	
	0950.HK	李氏大药厂	1.01		300009.SZ	安科生物	42.53	
	0512.HK	远大医药	9.82	A 股	603127.SH	昭衍新药	114.05	
	1558.HK	东阳光药	-12.94		002821.SZ	凯莱英	110.83	
	1302.HK	先健科技	45.65		300601.SZ	康泰生物	57.98	
	2666.HK	环球医疗	4.60		300347.SZ	泰格医药	56.61	
	3759.HK	康龙化成 (H 股)	73.61		300759.SZ	康龙化成 (A 股)	104.34	
	1521.HK	方达控股	52.02		300142.SZ	沃森生物	95.60	
	1951.HK	锦欣生殖	78.39		603882.SH	金域医学	23.99	
	1873.HK	维亚生物	38.23		300244.SZ	迪安诊断	18.13	
		市值 2019.6 (亿港币)						
		代码	简称			代码	简称	市值 2019.6 (亿人民币)
	风险资产							
港股	6185.hk	康希诺 (H 股)	30.57	A 股	688185.SH	康希诺 (A 股)	60.64	
	6160.hk	百济神州	-27.42	科创板	688321.SH	微芯生物	-483.74	
	1877.hk	君实生物	-35.64	板	688180.SH	君实生物-U	-51.85	
	9926.HK	康方生物	-28.98		688029.SH	南微医学	113.39	
	1801.hk	信达生物	-59.02		688177.SH	百奥泰-U	-42.03	
	2616.hk	基石药业	-7.15		688266.SH	泽璟制药-U	-41.96	
	2692.HK	复宏汉霖	-13.53					

资料来源: 万得, 中银证券

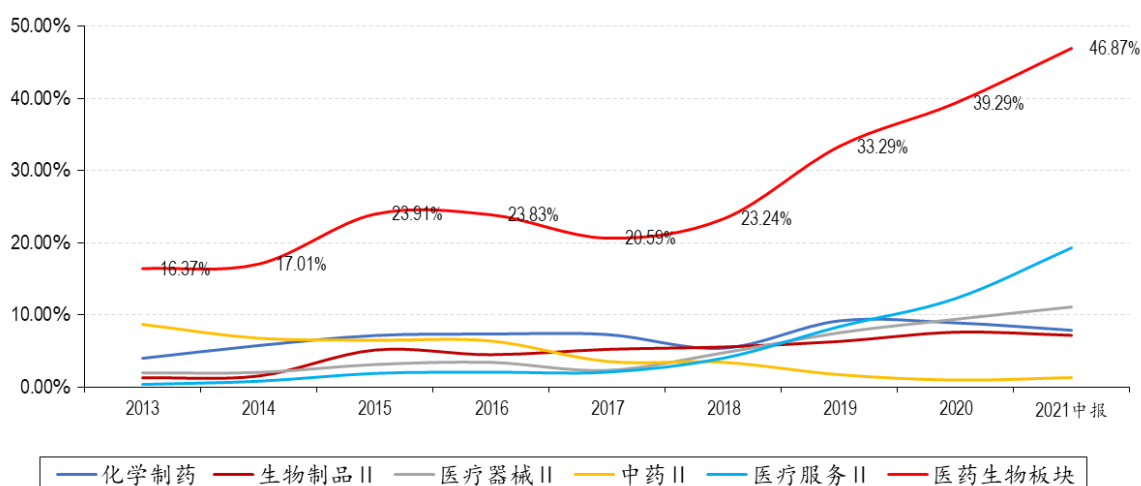
注: 数据截至 2021.11.15

其他影响因素

医药生物板块在医疗保健行业主题基金&生物科技行业主题基金&制药行业主题基金中配置情况

2013年以来,医药生物板块在医疗保健行业主题基金&生物科技行业主题基金&制药行业主题基金(以下简称主题基金)中占净值比逐渐增高。截止2021年中报,医药生物板块占主题基金净值比为46.87%。其中医疗服务占比逐渐增长,且增幅较大,2021年中报医疗服务占净值比为19.24%;近年来医疗器械占主题基金净值比逐年增加,2021年中报占比为11.16%;化学制药相对于2019年、2020年占主题基金净值比略有回落,2021年中报占净值比为7.92%;生物制品占主题基金净值比相对2020年略有回落,2021年中报占主题基金净值比为7.19%;中药相对2020年略有增长,2021年中报占主题基金净值比1.35%。

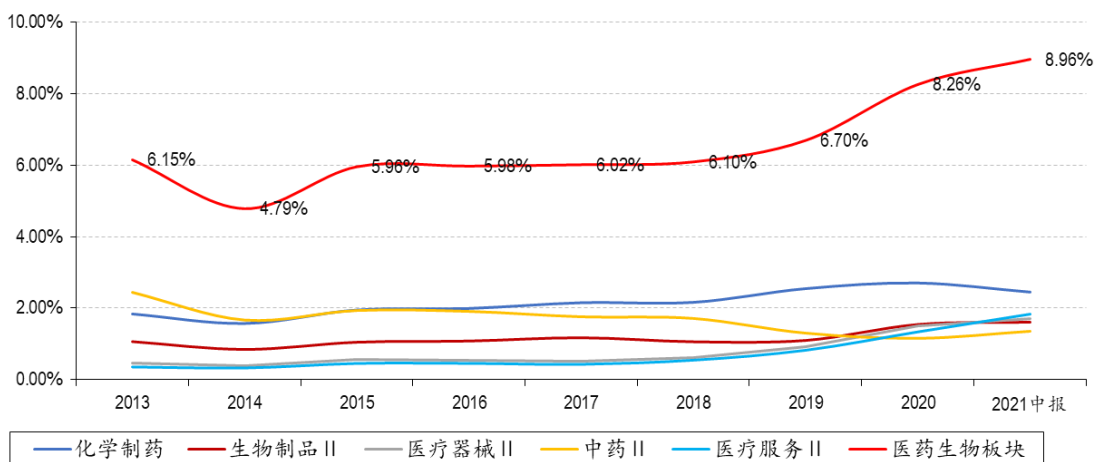
图表 136. 医药生物板块在医疗保健行业主题基金&生物科技行业主题基金&制药行业主题基金中占净值比



资料来源:万得,中银医药

2013年以来,医药生物板块在医疗保健行业主题基金&生物科技行业主题基金&制药行业主题基金(以下简称主题基金)中占股票标准行业配置比例自2014年以来逐年增加,2021年中报占主题基金标准行业配置比例为8.96%。其中化学制药相对于2020年略有回落,2021年中报占主题基金股票标准行业配置比例为2.45%;医疗服务占主题基金股票标准行业配置比例近年来逐年增加,2021年中报占比1.85%;生物制品,占主题基金标准行业配置比例相对于2019年略有增加,2021年中报占比1.60%;中药占主题基金标准行业配置比例相对于2020年略有增长,2021年中报占比1.36%;医疗器械占主题基金股票标准行业配置比例自2017年开始逐年增加,2021年中报占比为1.71%。

图表 137. 医药生物板块在医疗保健行业主题基金&生物科技行业主题基金&制药行业主题基金中占股票市场标准行业配置比例



资料来源：万得，中银医药

图表 138. 2021 三季度中国公募基金（全部基金）重仓持股（医药股）情况

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
603259.SH	药明康德	1132	127	8,039.89	23.06	8,975,030.44	0.3793	1.4115
300760.SZ	迈瑞医疗	555	98	-1,662.40	22.97	4,419,301.53	0.1868	0.6950
300122.SZ	智飞生物	376	83	1,174.46	16.85	2,468,576.60	0.1043	0.3882
300347.SZ	泰格医药	316	79	3,449.58	28.03	2,747,276.33	0.1161	0.4321
300015.SZ	爱尔眼科	300	79	5,584.76	14.01	3,334,845.81	0.1409	0.5245
002821.SZ	凯莱英	263	75	1,744.01	24.89	2,587,148.90	0.1093	0.4069
000661.SZ	长春高新	206	50	-1,258.07	13.82	1,406,164.15	0.0594	0.2211
600276.SH	恒瑞医药	179	65	-1,272.61	3.50	1,120,781.70	0.0474	0.1763
600763.SH	通策医疗	169	56	-423.86	18.56	1,797,418.36	0.0760	0.2827
300759.SZ	康龙化成	156	57	1,319.78	29.99	1,839,780.34	0.0778	0.2893
2269.HK	药明生物	154	41	126.09	4.10	1,835,123.78	0.0776	0.2886
300725.SZ	药石科技	143	55	1,224.18	16.69	556,001.47	0.0235	0.0874
300363.SZ	博腾股份	126	45	2,816.62	31.45	1,341,201.24	0.0567	0.2109
603456.SH	九洲药业	108	48	3,802.01	14.01	639,647.41	0.0270	0.1006
000739.SZ	普洛药业	99	42	4,821.95	11.66	524,435.34	0.0222	0.0825
300142.SZ	沃森生物	98	38	4,929.66	5.30	515,522.57	0.0218	0.0811
300595.SZ	欧普康视	97	39	317.30	11.91	596,098.21	0.0252	0.0937
600436.SH	片仔癀	84	43	374.51	2.44	557,450.42	0.0236	0.0877
300896.SZ	爱美客	69	40	21.90	4.89	301,987.85	0.0128	0.0475
603127.SH	昭衍新药	64	31	1,304.90	7.61	384,138.76	0.0162	0.0604
688202.SH	美迪西	63	36	542.97	36.96	716,331.50	0.0303	0.1127
300558.SZ	贝达药业	60	22	-92.22	9.02	349,518.81	0.0148	0.0550
603882.SH	金域医学	58	24	-2,721.18	8.54	402,993.16	0.0170	0.0634
603392.SH	万泰生物	56	24	137.74	6.24	208,816.91	0.0088	0.0328
300529.SZ	健帆生物	43	20	-2,995.75	10.50	316,344.69	0.0134	0.0498
688029.SH	南微医学	43	20	-72.54	18.92	214,848.39	0.0091	0.0338
2359.HK	药明康德	42	21	504.90	4.22	249,441.87	0.0105	0.0392
002001.SZ	新和成	39	22	-398.50	1.60	109,230.24	0.0046	0.0172
300601.SZ	康泰生物	39	22	-1,882.30	6.98	410,628.86	0.0174	0.0646
688276.SH	百克生物	39	26	478.26	17.95	53,617.10	0.0023	0.0084
600196.SH	复星医药	35	22	-2,849.34	1.16	122,476.80	0.0052	0.0193
300003.SZ	乐普医疗	34	20	1,048.51	3.33	137,285.69	0.0058	0.0216
300630.SZ	普利制药	34	12	-388.09	8.73	129,831.93	0.0055	0.0204
603707.SH	健友股份	33	18	4,011.00	6.17	269,597.97	0.0114	0.0424
688621.SH	阳光诺和	31	16	71.19	4.38	12,927.95	0.0005	0.0020
688690.SH	纳微科技	31	17	22.45	0.64	1,770.12	0.0001	0.0003
000538.SZ	云南白药	30	18	572.19	2.26	133,717.37	0.0057	0.0210
600521.SH	华海药业	30	6	1,698.44	6.57	168,907.26	0.0071	0.0266
688131.SH	皓元医药	30	16	34.24	5.24	29,112.82	0.0012	0.0046
688363.SH	华熙生物	28	21	-371.08	4.25	73,498.86	0.0031	0.0116
300702.SZ	天宇股份	27	14	998.06	9.84	103,379.07	0.0044	0.0163
688076.SH	诺泰生物	27	18	164.78	4.39	10,882.13	0.0005	0.0017
002223.SZ	鱼跃医疗	26	16	533.44	1.99	60,997.81	0.0026	0.0096
688301.SH	奕瑞科技	26	14	196.34	8.03	136,078.46	0.0058	0.0214
002727.SZ	一心堂	25	14	-3,177.88	5.27	63,049.79	0.0027	0.0099
603939.SH	益丰药房	25	11	70.40	1.39	50,722.48	0.0021	0.0080
300633.SZ	开立医疗	24	18	-146.20	1.17	18,879.67	0.0008	0.0030
688050.SH	爱博医疗	23	17	218.95	4.48	83,839.55	0.0035	0.0132

资料来源：万得，中银证券

图表 139. 2021 三季度中国公募基金（股票型开放式基金）重仓持股（医药股）情况

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	季报持仓变动(万股)	持股占比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
603259.SH	药明康德	275	74	3,510.97	5.82	2,264,018.76	0.9637	1.1320
300760.SZ	迈瑞医疗	194	63	364.69	6.06	1,165,092.01	0.4960	0.5825
300122.SZ	智飞生物	163	57	1,533.18	6.15	901,989.41	0.3840	0.4510
300347.SZ	泰格医药	129	48	2,354.24	12.02	1,177,675.80	0.5013	0.5888
300015.SZ	爱尔眼科	111	47	6,238.71	4.64	1,103,425.13	0.4697	0.5517
600276.SH	恒瑞医药	96	43	-1,969.98	2.19	700,588.29	0.2982	0.3503
300142.SZ	沃森生物	86	35	4643.08	4.99	485,262.99	0.2066	0.2426
002821.SZ	凯莱英	72	39	620.30	7.10	738,013.95	0.3142	0.3690
300759.SZ	康龙化成	58	33	642.93	9.56	586,159.11	0.2495	0.2931
000661.SZ	长春高新	55	26	17.06	4.47	455,193.83	0.1938	0.2276
600763.SH	通策医疗	49	27	254.02	4.41	427,105.84	0.1818	0.2135
2269.HK	药明生物	47	26	245.31	0.84	376,805.60	0.1604	0.1884
600436.SH	片仔癀	34	23	39.47	0.61	138,465.79	0.0589	0.0692
300725.SZ	药石科技	32	27	187.51	3.42	113,878.24	0.0485	0.0569
600196.SH	复星医药	31	20	-29.75	1.07	112,826.25	0.0480	0.0564
300363.SZ	博腾股份	30	22	929.52	10.10	430,521.15	0.1833	0.2153
300595.SZ	欧普康视	30	22	645.76	4.38	218,912.36	0.0932	0.1095
688276.SH	百克生物	29	20	63.19	3.28	10,055.84	0.0043	0.0050
688621.SH	阳光诺和	29	16	4.21	0.26	701.69	0.0003	0.0004
688690.SH	纳微科技	27	15	9.39	0.26	706.16	0.0003	0.0004
300896.SZ	爱美客	26	21	61.80	1.56	96,345.79	0.0410	0.0482
688131.SH	皓元医药	24	14	34.93	2.29	12,664.35	0.0054	0.0063
603127.SH	昭衍新药	22	15	525.54	3.61	182,351.78	0.0776	0.0912
603456.SH	九洲药业	21	16	2,167.52	7.08	323,598.21	0.1377	0.1618
688076.SH	诺泰生物	21	14	99.48	2.31	5,721.08	0.0024	0.0029
000739.SZ	普洛药业	20	13	1,905.93	2.33	104,902.10	0.0447	0.0524
300003.SZ	乐普医疗	19	14	1,667.28	1.60	65,990.82	0.0281	0.0330
688161.SH	威高骨科	19	12	5.18	0.16	361.19	0.0002	0.0002
688202.SH	美迪西	19	13	242.11	17.04	330,334.42	0.1406	0.1652
688670.SH	金迪克	18	15	5.64	0.31	512.43	0.0002	0.0003
300529.SZ	健帆生物	16	12	-210.59	2.18	65,519.03	0.0279	0.0328
603392.SH	万泰生物	16	11	257.02	2.82	94,579.68	0.0403	0.0473
300601.SZ	康泰生物	15	10	-550.52	1.02	59,900.94	0.0255	0.0299
603882.SH	金城医学	15	10	-424.84	1.49	70,229.96	0.0299	0.0351
688613.SH	奥精医疗	15	12	-39.45	0.13	233.58	0.0001	0.0001
2359.HK	药明康德	14	11	-44.28	1.10	64,714.58	0.0275	0.0324
300981.SZ	中红医疗	14	9	0.60	0.02	55.20	0.0000	0.0000
688029.SH	南微医学	12	9	125.63	7.17	81,443.13	0.0347	0.0407
688315.SH	诺禾致源	12	11	4.08	0.13	204.79	0.0001	0.0001
688319.SH	欧林生物	12	11	3.82	0.12	120.29	0.0001	0.0001
688575.SH	亚辉龙	12	10	3.71	0.12	113.44	0.0000	0.0001
688626.SH	翔宇医疗	12	9	3.90	0.10	225.95	0.0001	0.0001
688767.SH	博拓生物	12	11	2.40	0.11	114.61	0.0000	0.0001
000538.SZ	云南白药	10	9	296.87	0.67	39,829.27	0.0170	0.0199
002223.SZ	鱼跃医疗	10	9	2.06	0.18	5,631.14	0.0024	0.0028
688050.SH	爱博医疗	10	9	143.44	2.13	39,929.73	0.0170	0.0200
688139.SH	海尔生物	10	9	16.86	0.70	14,470.24	0.0062	0.0072
000999.SZ	华润三九	9	8	333.94	0.39	10,712.75	0.0046	0.0054
1801.HK	信达生物	9	7	405.56	1.41	129,342.57	0.0551	0.0647
300558.SZ	贝达药业	9	8	290.81	1.49	57,692.23	0.0246	0.0288

资料来源：万得，中银证券

图表 140. 2021 三季度中国公募基金（股票型开放基金）行业分布情况

代码	行业名称	市值(万元)	占净值比 (%)	占股票投资 市值比(%)	股票市场 行业配置 比例(%)	相对标准 业配置 比例(%)	标准行业 配置比例 率(%)	市值增长
801150.SI	医药生物	24,466,804.93	11.10	13.08	9.39	3.69	19.98	
801120.SI	食品饮料	24,007,715.37	10.89	12.83	10.21	2.62	17.23	
801080.SI	电子	22,141,897.11	10.05	11.84	7.97	3.86	5.86	
801790.SI	非银金融	16,846,865.03	7.64	9.01	6.69	2.32	-9.34	
801730.SI	电气设备	14,828,880.71	6.73	7.93	6.14	1.78	49.65	
801780.SI	银行	11,736,185.67	5.32	6.27	9.97	-3.70	24.96	
801030.SI	化工	10,470,171.08	4.75	5.60	6.13	-0.53	37.08	
801750.SI	计算机	6,807,896.59	3.09	3.64	3.65	-0.01	-2.11	
801050.SI	有色金属	6,441,912.36	2.92	3.44	3.07	0.37	26.67	
801880.SI	汽车	6,036,536.19	2.74	3.23	3.63	-0.40	33.45	
801740.SI	国防军工	5,980,635.32	2.71	3.20	1.90	1.30	9.05	
801890.SI	机械设备	5,584,233.61	2.53	2.98	3.98	-1.00	15.08	
801760.SI	传媒	4,092,341.66	1.86	2.19	1.89	0.29	38.32	
801110.SI	家用电器	3,308,981.49	1.50	1.77	2.18	-0.41	-21.62	
801210.SI	休闲服务	2,613,212.30	1.19	1.40	1.15	0.25	43.69	
801180.SI	房地产	2,601,340.73	1.18	1.39	2.48	-1.09	-0.69	
801010.SI	农林牧渔	2,530,410.34	1.15	1.35	1.59	-0.24	11.67	
801170.SI	交通运输	2,323,865.53	1.05	1.24	3.37	-2.13	2.40	
801770.SI	通信	2,195,711.60	1.00	1.17	1.26	-0.09	0.47	
801160.SI	公用事业	1,935,885.33	0.88	1.03	3.26	-2.22	27.14	
801020.SI	采掘	1,744,096.89	0.79	0.93	2.92	-1.99	29.76	
801720.SI	建筑装饰	1,720,280.75	0.78	0.92	1.68	-0.76	-7.88	
801710.SI	建筑材料	1,645,542.44	0.75	0.88	1.22	-0.35	17.32	
801040.SI	钢铁	1,565,570.09	0.71	0.84	1.10	-0.26	60.49	
801140.SI	轻工制造	1,266,861.54	0.57	0.68	1.35	-0.67	12.94	
801130.SI	纺织服装	1,226,255.85	0.56	0.66	0.59	0.06	281.86	
801230.SI	综合	565,026.00	0.26	0.30	0.31	-0.01	73.00	
801200.SI	商业贸易	390,704.90	0.18	0.21	0.91	-0.70	-16.14	
801151.SI	化学制药	4493327.079	2.039	2.4018	2.4482	-0.05	-5.452	
801156.SI	医疗服务II	7194148.034	3.264	3.8455	1.8452	2	52.31	
801153.SI	医疗器械II	5546223.197	2.516	2.9646	1.7052	1.259	20.41	
801154.SI	医药商业II	433471.1936	0.197	0.2317	0.429	-0.2	-15.99	
801155.SI	中药II	1152205.148	0.523	0.6159	1.3565	-0.74	17.63	
801152.SI	生物制品II	5647430.274	2.562	3.0187	1.6037	1.415	17.28	

资料来源：万得，中银证券

北上资金成为重要影响因素

此外沪港通、深港通开通之后，外资进入 A 股的渠道更加通畅，外资成为近年来重要的边际力量。从沪深港通的持股情况来看，外资偏向买入基本面较好，市值较大的白马股。随着 A 股在 MSCI 指数的权重加大，中国资本市场的进一步扩大开放，外资进入 A 股是一个长期持续的过程，A 股的投资风格也将持续的向全球发达资本市场靠拢。

图表 141. 深股通持股

证券代码	证券简称	占全部 A 股(%)(公布)	占流通 A 股(%)(计算)	占自由流通股比(%)
300685.SZ	艾德生物	13.88	14.02	22.47
300347.SZ	泰格医药	12.57	16.73	18.67
300244.SZ	迪安诊断	11.85	15.21	18.05
300760.SZ	迈瑞医疗	8.84	8.85	26.52
000423.SZ	东阿阿胶	8.55	8.55	12.58
000999.SZ	华润三九	8.16	8.17	22.46
002007.SZ	华兰生物	7.86	9.14	14.72
300759.SZ	康龙化成	6.50	15.08	18.35
300298.SZ	三诺生物	6.44	8.00	12.28
300015.SZ	爱尔眼科	6.42	7.79	15.76
000513.SZ	丽珠集团	6.02	6.22	10.27
300149.SZ	睿智医药	6.00	6.55	9.66
300003.SZ	乐普医疗	5.88	6.91	9.63
300463.SZ	迈克生物	5.66	7.82	8.62
000538.SZ	云南白药	5.31	11.22	14.57
002821.SZ	凯莱英	5.09	5.34	8.77
002727.SZ	一心堂	4.89	7.34	9.84
000710.SZ	贝瑞基因	4.70	5.60	8.79
300206.SZ	理邦仪器	4.66	7.97	10.43
300122.SZ	智飞生物	3.50	6.08	8.00

资料来源：万得，中银证券

图表 142. 沪股通持股

证券代码	证券简称	占流通 A 股(%)(公布)	占流通 A 股(%)(计算)	占自由流通股比(%)
603882.SH	金域医学	16.70	16.71	29.76
603939.SH	益丰药房	16.17	16.17	37.06
600529.SH	山东药玻	15.62	15.62	19.96
600276.SH	恒瑞医药	10.84	10.84	17.79
603883.SH	老百姓	10.05	10.06	23.57
600201.SH	生物股份	9.83	9.84	11.25
603259.SH	药明康德	8.04	8.04	9.32
603658.SH	安图生物	6.62	6.63	20.91
600380.SH	健康元	4.63	4.63	8.74
688202.SH	美迪西	4.17	4.17	4.17
603392.SH	万泰生物	3.53	3.53	3.53
600436.SH	片仔癀	3.39	3.39	7.96
603127.SH	昭衍新药	3.13	3.13	6.74
600763.SH	通策医疗	3.01	3.02	4.55
600062.SH	华润双鹤	2.92	2.92	7.31
600196.SH	复星医药	2.69	2.69	5.05
600079.SH	人福医药	2.64	2.65	3.83
600329.SH	中新药业	2.62	2.62	6.32
603233.SH	大参林	2.61	2.62	7.42

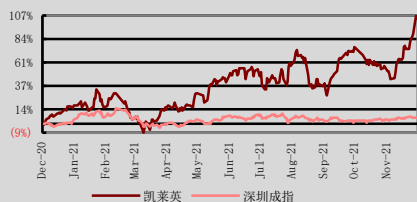
资料来源：万得，中银证券

002821.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 513.13

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	72.5	28.9	47.8	113.9
相对深证成指	72.7	26.5	45.2	105.6

发行股数(百万)	263
流通股(%)	0
总市值(人民币 百万)	134,992
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,061
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
ASYMCHEM LABORATORIES, INCORPORATED	36

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券

以 2021 年 11 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

《凯莱英: 业绩稳定增长, 持续建设产能服务能力》20211027

《凯莱英: 业绩稳定增长, 服务能力与产能持续提升》20210816

《凯莱英: 兼顾“做深”与“做广”, 业绩实现稳定增长》20210416

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编: S1300517050001

凯莱英

产能与服务能力持续提升, 新订单助力业绩增长

凯莱英 2021Q1-Q3 实现营业收入 29.23 亿人民币 (+40.34%), 实现扣非归母净利润 5.96 亿人民币 (+30.58%) 公司产能持续提升, 新增大额订单助力公司未来增长。

支撑评级的要点

- **业绩稳定增长, 大客户研发管线覆盖持续深化。**凯莱英 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 29.23 亿人民币, 同比增长 40.34%, 实现归母净利润 6.95 亿人民币, 同比增长 37.26%, 实现扣非归母净利润 5.96 亿人民币, 同比增长 30.58%。公司 2020 年来自海外大型制药公司所属药品的收入为 20.79 亿元, 海外大制药公司订单规模较 2019 年度实现翻倍增长。
- **持续技术平台与产能建设。**公司四大研发技术平台生物合成技术研发中心、工艺科学中心、连续科学技术、智能制造技术中心在致力于发展不同方向尖端技术的同时相辅相成。在产能建设方面, 公司以天津为中心已覆盖辽宁阜新、吉林敦化、上海金山等地区建立多个小分子研发基地、大分子生物基地, 截至 2021H1 末公司反应釜总体积接近 3000 立方米。小分子产能方面, 2021H2 预计将在天津、敦化等地区释放产能 1390 立方米, 2022 年预计新增产能 1500 立方米。
- **新增大额订单助力未来业绩增长。**公司 2021 年 11 月 17 日宣布与美国某大型制药公司签订 4.8 亿美元供货合同, 供货时间为 2021 年至 2022 年, 将对公司未来利润情况产生积极影响。2021 年 11 月 29 日公司宣布在持续为某客户的一款小分子化学创新药物提供 CDMO 服务过程中, 公司全资子公司与客户签订相关产品新一批《供货合同》, 合同金额折合人民币约 27.20 亿元。若合同履行顺利, 交货时间 2022 年。

估值

- 根据公司业绩情况, 我们上调盈利预期, 预期 2021 年, 2022 年, 2023 年公司实现净利润分别为 10.04 亿, 16.45 亿, 18.64 亿, EPS 分别为 4.11 元, 6.72 元, 7.62 元。(2021 年 10 月我们预期 2021 年, 2022 年, 2023 年 EPS 分别为 3.98 元, 5.18 元, 6.86 元)

评级面临的主要风险

- 服务的主要创新药退市或被大规模召回的风险; 服务的主要创新药生命周期更替及上市销售低于预期的风险; 境外市场运营风险; 汇率风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,460	3,150	4,481	7,027	7,932
变动(%)	34	28	42	57	13
净利润(人民币 百万)	756	748	1,004	1,645	1,864
全面摊薄每股收益(人民币)	2.264	2.951	4.105	6.722	7.617
变动(%)	29.3	30.4	39.1	63.7	13.3
原先预期全面摊薄每股收益			3.98	5.18	6.86
调整幅度(%)			3.14	29.77	11.03
全面摊薄市盈率(倍)	226.7	173.9	125.0	76.3	67.4
价格/每股现金流量(倍)	208.9	220.5	95.6	286.4	42.6
每股现金流量(人民币)	2.46	2.33	5.37	1.79	12.04
企业价值/息税折旧前利润(倍)	179.7	140.1	111.0	68.0	59.2
每股股息(人民币)	0.473	0.473	0.821	1.412	1.676
股息率(%)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,460	3,150	4,481	7,027	7,932
销售成本	(1,364)	(1,708)	(2,516)	(3,925)	(4,437)
经营费用	(348)	(494)	(779)	(1,165)	(1,313)
息税折旧前利润	749	949	1,186	1,937	2,182
折旧及摊销	(4)	(157)	(164)	(176)	(189)
经营利润(息税前利润)	744	792	1,023	1,761	1,993
净利息收入/(费用)	4	(44)	27	33	46
其他收益/(损失)	77	92	86	65	68
税前利润	826	840	1,135	1,859	2,107
所得税	(70)	(92)	(131)	(214)	(242)
少数股东权益	0	0	(0)	(1)	(1)
净利润	756	748	1,004	1,645	1,864
核心净利润	756	748	1,004	1,644	1,863
每股收益(人民币)	2.264	2.951	4.105	6.722	7.617
核心每股收益(人民币)	3.090	3.056	4.105	6.721	7.616
每股股息(人民币)	0.473	0.473	0.821	1.412	1.676
收入增长(%)	34	28	42	57	13
息税前利润增长(%)	36	6	29	72	13
息税折旧前利润增长(%)	15	27	25	63	13
每股收益增长(%)	29	30	39	64	13
核心每股收益增长(%)	43	(1)	34	64	13

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	826	840	1,135	1,859	2,107
折旧与摊销	4	157	164	176	189
净利息费用	(4)	44	(27)	(33)	(46)
运营资本变动	(85)	(98)	519	(642)	673
税金	(272)	(118)	(131)	(214)	(242)
其他经营现金流	132	(255)	(347)	(708)	265
经营活动产生的现金流	601	569	1,313	438	2,945
购买固定资产净值	4	164	155	75	65
投资减少/增加	(203)	(121)	33	7	10
其他投资现金流	(501)	(1,144)	(310)	(150)	(130)
投资活动产生的现金流	(700)	(1,102)	(122)	(68)	(55)
净增权益	(116)	(116)	(201)	(345)	(410)
净增债务	0	10	(10)	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	14	2,346	117	(70)	(175)
融资活动产生的现金流	(102)	2,268	(41)	(312)	(364)
现金变动	(201)	1,735	1,150	58	2,526
期初现金	630	435	2,125	3,275	3,333
公司自由现金流	(99)	(532)	1,191	371	2,890
权益自由现金流	(103)	(479)	1,154	338	2,844

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	435	2,125	3,275	3,333	5,860
应收帐款	670	1,025	1,440	2,464	2,031
库存	449	726	1,031	1,753	1,467
其他流动资产	85	154	125	207	165
流动资产总计	1,639	4,030	5,871	7,757	9,523
固定资产	1,632	2,206	2,201	2,103	1,983
无形资产	122	286	282	279	275
其他长期资产	360	591	481	500	524
长期资产总计	2,114	3,082	2,964	2,881	2,782
总资产	3,759	7,158	8,879	10,682	12,348
应付帐款	267	522	522	1,063	704
短期债务	0	10	0	0	0
其他流动负债	237	393	1,221	1,163	1,732
流动负债总计	504	925	1,743	2,226	2,436
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	209	238	194	214	216
股本	231	242	245	245	245
储备	2,894	5,894	6,697	7,996	9,450
股东权益	3,126	6,136	6,942	8,241	9,694
少数股东权益	0	(0)	0	1	2
总负债及权益	3,759	7,158	8,879	10,682	12,348
每股帐面价值(人民币)	12.78	25.08	28.37	33.68	39.62
每股有形资产(人民币)	12.99	24.13	27.22	32.54	38.50
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.88)	(8.72)	(13.39)	(13.62)	(23.95)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	30.4	30.1	26.5	27.6	27.5
息税前利润率(%)	30.3	25.1	22.8	25.1	25.1
税前利润率(%)	33.6	26.7	25.3	26.5	26.6
净利率(%)	30.7	23.7	22.4	23.4	23.5
流动性					
流动比率(倍)	3.3	4.4	3.4	3.5	3.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	18.1	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.4	3.6	2.8	2.7	3.3
估值					
市盈率(倍)	226.7	173.9	125.0	76.3	67.4
核心业务市盈率(倍)	166.1	167.9	125.0	76.3	67.4
市净率(倍)	40.2	20.5	18.1	15.2	13.0
价格/现金流(倍)	208.9	220.5	95.6	286.4	42.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	179.7	140.1	111.0	68.0	59.2
周转率					
存货周转天数	116.8	125.6	127.5	129.4	132.4
应收帐款周转天数	89.6	98.2	100.4	101.4	103.4
应付帐款周转天数	40.3	45.7	42.5	41.2	40.7
回报率					
股息支付率(%)	15.3	15.5	20.0	21.0	22.0
净资产收益率(%)	26.3	16.1	15.4	21.7	20.8
资产收益率(%)	19.6	12.9	11.3	15.9	15.3
已运用资本收益率(%)	4.8	3.9	3.8	5.4	5.2

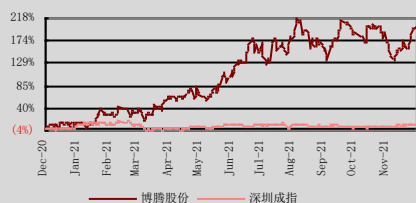
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

300363.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 100.1

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	170.3	5.7	17.1	224.2
相对深证成指	170.5	3.3	14.6	216.0

发行股数(百万)	544
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	54,463
3个月日均交易额(人民币 百万)	536
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
重庆两江新区产业发展集团有限公司	16

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2021 年 11 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

《博腾股份: 传统业务增长强劲, 新业务有望厚积薄发》20211029

《博腾股份: 公司业绩连续第十一个季度强劲增长, 布局新业务未来亦可期》20211012

《博腾股份: 21 年 Q1 公司财务表现继续强劲, 打造卓越的端到端 CDMO 服务平台可期》

20210428

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

博腾股份

传统业务增长强劲, 新业务有望厚积薄发

博腾股份 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 20.30 亿元, 比上年同期上升 36.41%, 实现归母净利润, 同比增长 35.23%。

支撑评级的要点

- **业绩稳定增长, 新兴业务有望助力未来增长。**公司传统原料药 CDMO 业务 2021Q1-Q3 实现收入 20.13 亿元, 同比增长 38.64%。2021Q1-Q3 新兴业务基因细胞治疗 CDMO 业务实现收入约 0.1 亿元, 制剂 CDMO 业务实现收入 502 万元。公司不断拓展和丰富产品管线, 持续提升技术能力、产品交付能力和获单能力。且随着公司产能利用率和运营效率的进一步提高, 及产品结构的优化, 公司盈利能力水平不断提升。
- **原料药 CDMO 产能扩张, 厚积薄发。**公司收购湖北宇阳药业 70% 股权, 现公司在国内拥有 3 个原料药 CDMO 生产基地 (重庆长寿生产基地、江西宜春生产基地、湖北应城生产基地), 原料药 CDMO 产能扩大至 2,000m², 为进一步推动公司化学原料药 CDMO 业务的持续发展奠定基础。公司国内团队服务客户 (仅含有订单客户) 166 家, J-STAR 团队服务客户 79 家。2021 年 1-9 月, 公司累计服务 API 产品数 88 个 (其中中国客户 API 产品数 52 个)。
- **制剂 CDMO、细胞基因治疗 CDMO 积蓄力量, 储备新增长曲线。**基因细胞治疗 CDMO 业务方面, 报告期内, 新签订单涉及金额约 10,511 万元, 服务客户数 11 家、项目数 16 个。截至报告期末, 苏州博腾雇员人数已扩大至 236 人, 其中 75% 为研发技术人员。此外, 包括基因治疗工艺开发、分析检测等相关实验室项目建设同步推进。制剂 CDMO 业务方面, 截至报告期末, 制剂团队规模达到 143 人, 其中 71% 为研发技术人员。2021 年前三季度, 制剂 CDMO 业务新签订单金额约 3,216 万元, 服务客户数 12 家、项目数 13 个。2021 年 8 月, 公司位于重庆两江新区水土高新新城的 MCP 重庆研发大楼正式落成启用。

估值

- 公司大订单落地, 合计达 2.17 亿美元, 该订单将在 21-22 年交付。我们上调盈利预期。预计公司 2021-2023 年净利润为 4.75、8.73、10.58 亿元 (原预测 2021-2023 年净利润为 4.43、5.89、7.68 亿元), 对应 EPS 为 0.88、1.61、1.95 元, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 服务的创新药退市或被大规模召回以及终端市场需求波动风险; 固定资产折旧风险; 汇率波动风险; 政策风险; 人力资源风险等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	1,551	2,072	2,728	4,881	5,870
变动(%)	31	34	32	79	20
净利润(人民币 百万)	369	380	475	873	1,058
全面摊薄每股收益(人民币)	0.342	0.598	0.875	1.609	1.950
变动(%)	49.0	74.8	46.4	83.9	21.2
原先预期全面摊薄每股收益(人民币)			0.815	1.084	1.415
调整幅度(%)			7.36	48.43	37.81
全面摊薄市盈率(倍)	292.8	167.5	114.4	62.2	51.3
价格/每股现金流量(倍)	154.6	107.7	78.4	51.2	47.5
每股现金流量(人民币)	0.65	0.93	1.28	1.96	2.11
企业价值/息税折旧前利润(倍)	111.9	96.6	82.4	47.8	39.5
每股股息(人民币)	0.103	0.120	0.205	0.395	0.443
股息率(%)	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	1,551	2,072	2,728	4,881	5,870
销售成本	(977)	(1,214)	(1,579)	(2,764)	(3,304)
经营费用	(95)	(304)	(508)	(1,030)	(1,275)
息税折旧前利润	479	553	641	1,087	1,291
折旧及摊销	(117)	(131)	(129)	(133)	(136)
经营利润 (息税前利润)	362	422	512	955	1,155
净利息收入/(费用)	(7)	(43)	14	8	15
其他收益/(损失)	22	40	7	17	17
税前利润	377	419	532	979	1,187
所得税	(14)	(41)	(59)	(109)	(132)
少数股东权益	6	1	2	3	4
净利润	369	380	475	873	1,058
核心净利润	369	381	475	874	1,059
每股收益 (人民币)	0.342	0.598	0.875	1.609	1.950
核心每股收益 (人民币)	0.679	0.702	0.875	1.611	1.951
每股股息 (人民币)	0.103	0.120	0.205	0.395	0.443
收入增长(%)	31	34	32	79	20
息税前利润增长(%)	92	17	21	87	21
息税折旧前利润增长(%)	53	16	16	70	19
每股收益增长(%)	49	75	46	84	21
核心每股收益增长(%)	122	3	25	84	21

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	377	419	532	979	1,187
折旧与摊销	117	131	129	133	136
净利息费用	7	43	(14)	(8)	(15)
运营资本变动	95	82	188	754	(345)
税金	(203)	(97)	(59)	(109)	(132)
其他经营现金流	(41)	(74)	(82)	(687)	313
经营活动产生的现金流	351	504	693	1,062	1,144
购买固定资产净值	(5)	5	16	16	20
投资减少/增加	7	(7)	5	5	5
其他投资现金流	173	(427)	(28)	(29)	(40)
投资活动产生的现金流	175	(429)	(7)	(8)	(15)
净增权益	(56)	(65)	(111)	(215)	(241)
净增债务	(806)	65	(238)	464	(301)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	57	25	14	(98)	(206)
融资活动产生的现金流	(805)	52	(283)	255	(526)
现金变动	(279)	127	404	1,308	602
期初现金	1,491	1,175	1,262	1,666	2,973
公司自由现金流	526	75	687	1,053	1,129
权益自由现金流	(273)	183	434	1,509	812

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,175	1,262	1,666	2,973	3,576
应收帐款	372	424	427	421	447
库存	343	430	608	1,213	911
其他流动资产	37	66	54	77	80
流动资产总计	1,927	2,182	2,755	4,685	5,015
固定资产	1,308	1,552	1,451	1,346	1,242
无形资产	85	89	78	66	54
其他长期资产	387	432	297	380	370
长期资产总计	1,780	2,073	1,826	1,792	1,665
总资产	3,955	4,497	4,826	6,720	6,923
应付帐款	416	513	603	1,327	952
短期债务	0	144	0	364	176
其他流动负债	232	327	410	434	512
流动负债总计	647	984	1,013	2,125	1,640
长期借款	242	107	0	127	0
其他长期负债	2	13	6	7	8
股本	543	543	543	543	543
储备	2,583	2,897	3,265	3,921	4,739
股东权益	3,126	3,440	3,807	4,464	5,282
少数股东权益	(2)	2	0	(3)	(7)
总负债及权益	3,955	4,497	4,826	6,720	6,923
每股帐面价值 (人民币)	5.76	6.34	7.02	8.22	9.73
每股有形资产 (人民币)	5.60	6.17	6.87	8.10	9.63
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.72)	(1.86)	(3.07)	(4.57)	(6.26)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	30.8	26.7	23.5	22.3	22.0
息税前利润率 (%)	23.3	20.4	18.8	19.6	19.7
税前利润率 (%)	24.3	20.2	19.5	20.1	20.2
净利率 (%)	23.8	18.3	17.4	17.9	18.0
流动性					
流动比率 (倍)	3.0	2.2	2.7	2.2	3.1
利息覆盖率 (倍)	50.8	9.8	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	2.4	1.8	2.1	1.6	2.5
估值					
市盈率 (倍)	292.8	167.5	114.4	62.2	51.3
核心业务市盈率 (倍)	147.4	142.6	114.4	62.1	51.3
市净率 (倍)	17.4	15.8	14.3	12.2	10.3
价格/现金流 (倍)	154.6	107.7	78.4	51.2	47.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	111.9	96.6	82.4	47.8	39.5
周转率					
存货周转天数	114.4	116.1	119.9	120.2	117.4
应收帐款周转天数	91.6	70.1	56.9	31.7	27.0
应付帐款周转天数	78.0	81.8	74.6	72.2	70.9
回报率					
股息支付率 (%)	15.1	17.2	23.5	24.6	22.7
净资产收益率 (%)	12.1	11.6	13.1	21.1	21.7
资产收益率 (%)	8.4	9.0	9.7	14.7	15.0
已运用资本收益率 (%)	1.3	2.3	3.2	5.0	5.1

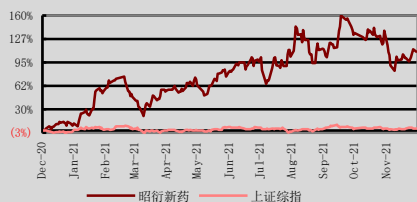
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

603127.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 140.0

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	96.7	(12.5)	(1.9)	115.9
相对上证指数	95.0	(13.0)	(2.9)	110.8

发行股数(百万)	381
流通股(%)	84
总市值(人民币 百万)	53,286
3个月日均交易额(人民币 百万)	431
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
冯宇霞	24

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2021 年 11 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

《昭衍新药: 服务能力不断提升, 产能建设持续推进》20211101

《昭衍新药: 业绩稳定增长, 服务能力持续提升》20210831

《昭衍新药: 业绩实现高速增长, 国际化进程持续推进》20210430

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗服务

 证券分析师: 邓周宇
 (86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

昭衍新药

服务能力不断提升, 产能建设持续推进

公司 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 8.56 亿元 (+35.67%), 实现扣非归母净利润 2.17 亿元 (+75.49%)。公司 Q1-Q3 经营活动产生的现金流达到 4.63 亿元 (+106.82%)。公司截至 2021 年 9 月 30 日合同负债为 10.39 亿元, 2021 年 1 月 1 日合同负债为 5.84 亿人民币。

支撑评级的要点

- **业绩实现高速增长, 经营性现金流表现优秀。**昭衍新药 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 8.56 亿人民币, 同比增长 35.67%, 实现扣非归母净利润 2.17 亿人民币, 同比增长 75.49%。公司 Q1-Q3 经营活动产生的现金流达到 4.63 亿人民币, 同比增长 106.82%。公司截至 2021 年 9 月 30 日合同负债为 10.39 亿人民币, 2021 年 1 月 1 日公司合同负债为 5.84 亿人民币, 2021 年 6 月 30 日合同负债金额为 8.13 亿人民币。公司 2021Q3 单季实现营业收入 3.22 亿人民币, 同比增长 37.62%, 实现扣非归母净利润 8.80 亿人民币, 同比增长 94.72%。
- **产能建设持续推进, 积极进行实验动物基地布局。**昭衍(苏州)于 2021 年启动约 7,500 平米的动物房装修工程预计年底前可投入使用。昭衍(苏州)开始进行 II 期工程的扩充建设工作, 共计划增加建筑面积约 25,000 平米, 计划 2021 年下半年开始动工, 新建设施仍以动物饲养管理为主。昭衍新药广州项目于 2021 年 9 月正式开工兴建。该项目计划建设总面积为 8 万平方米的设施, 包括动物房及配套实验室。梧州实验动物基地在有序建设中, 包括养殖区猴舍 54 栋、厂区办公楼 1 栋、饲料间一栋共 56 栋生产用房已全部完成主体工程并已通过主体验收, 目前正在进行装饰装修工程、机电安装工程、室外工程施工等。公司已在广西梧州计划新增非人灵长类繁殖基地 565 亩用于开工建设具备 1.5 万只饲养能力的灵长类动物设施。
- **服务能力持续提升, 为业务拓展奠定基础。**公司 2021 年上半年签署细胞和基因治疗订单共计人民币约 1.2 亿, 同比增加超过 35%, 公司承担的国内首个 STAR-T 细胞、TIL 细胞以及非肿瘤靶点 CART 细胞药物评价工作正在进行中。mRNA、siRNA 平台项目订单和需求量大增加, 同比增加超过 60%。临床业务方面, 公司已实现规划建立 3 家一期临床中心的目标, 总床位数已达到 200 张, 2021 年上半年共承接订单约 4,000 万人民币, 同比增加超过 150%。2021 年上半年, 子公司苏州启辰创建基因编辑小鼠模型品系 4 个、基因编辑细胞系 9 株, 大动物研究方面获得了首批体细胞克隆巴马猪。

估值

- 预计公司 2021, 2022, 2023 年分别实现净利润 4.59 亿元, 5.36 亿元, 6.68 亿元, 分别实现 EPS1.693 元, 1.977 元, 2.468 元, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 政策变化风险; 新业务拓展不达预期; 市场竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	639	1,076	1,517	2,058	2,613
变动(%)	56	68	41	36	27
净利润(人民币 百万)	178	315	459	536	668
全面摊薄每股收益(人民币)	0.659	1.163	1.693	1.977	2.468
变动(%)	64.6	76.6	45.6	16.8	24.8
全面摊薄市盈率(倍)	212.6	120.4	82.7	70.8	56.7
价格/每股现金流量(倍)	256.0	88.5	64.9	230.5	35.8
每股现金流量(人民币)	0.55	1.58	2.16	0.61	3.91
企业价值/息税折旧前利润(倍)	195.9	137.0	100.8	79.8	62.7
每股股息(人民币)	0.203	0.203	0.528	0.613	0.766
股息率(%)	0.1	0.1	0.4	0.4	0.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	639	1,076	1,517	2,058	2,613
销售成本	(307)	(530)	(741)	(1,025)	(1,298)
经营费用	(61)	(159)	(254)	(373)	(488)
息税折旧前利润	271	387	522	659	827
折旧及摊销	(42)	(61)	(63)	(67)	(72)
经营利润 (息税前利润)	229	326	459	592	755
净利息收入/(费用)	2	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收益/(损失)	10	60	72	29	34
税前利润	241	384	528	619	787
所得税	(28)	(47)	(71)	(84)	(106)
少数股东权益	(0)	(1)	(2)	0	12
净利润	178	315	459	536	668
核心净利润	213	338	459	536	668
每股收益 (人民币)	0.659	1.163	1.693	1.977	2.468
核心每股收益 (人民币)	0.787	1.248	1.693	1.977	2.468
每股股息 (人民币)	0.203	0.203	0.528	0.613	0.766
收入增长(%)	56	68	41	36	27
息税前利润增长(%)	78	43	41	29	27
息税折旧前利润增长(%)	72	43	35	26	25
每股收益增长(%)	65	77	46	17	25
核心每股收益增长(%)	74	59	36	17	25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	241	384	528	619	787
折旧与摊销	42	61	63	67	72
净利息费用	(2)	2	2	2	2
运营资本变动	(15)	226	317	(125)	193
税金	(63)	(71)	(71)	(84)	(106)
其他经营现金流	(55)	(173)	(254)	(315)	111
经营活动产生的现金流	148	428	584	164	1,059
购买固定资产净值	58	17	40	40	40
投资减少/增加	(121)	10	8	8	6
其他投资现金流	(40)	(282)	(78)	(80)	(80)
投资活动产生的现金流	(102)	(255)	(30)	(32)	(34)
净增权益	(55)	(55)	(143)	(166)	(208)
净增债务	22	2	49	1	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	17	(11)	(74)	(105)	(224)
融资活动产生的现金流	(15)	(37)	(116)	(168)	(210)
现金变动	31	137	438	(35)	815
期初现金	149	177	309	747	711
公司自由现金流	46	173	554	132	1,025
权益自由现金流	66	178	605	136	1,027

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	177	309	747	711	1,526
应收帐款	112	100	125	332	148
库存	200	406	363	731	676
其他流动资产	151	368	273	311	324
流动资产总计	641	1,183	1,508	2,085	2,674
固定资产	456	514	503	489	470
无形资产	107	124	111	98	84
其他长期资产	62	136	76	92	101
长期资产总计	624	773	690	678	656
总资产	1,418	2,108	2,352	2,914	3,476
应付帐款	44	60	45	60	70
短期债务	11	0	50	50	50
其他流动负债	428	700	624	796	876
流动负债总计	483	760	719	906	996
长期借款	9	21	21	21	21
其他长期负债	99	102	94	98	98
股本	162	227	227	227	227
储备	679	978	1,294	1,663	2,124
股东权益	840	1,206	1,521	1,891	2,351
少数股东权益	1	(1)	(3)	(3)	9
总负债及权益	1,418	2,108	2,352	2,914	3,476
每股帐面价值 (人民币)	3.10	4.45	5.62	6.98	8.68
每股有形资产 (人民币)	2.71	4.00	5.21	6.62	8.37
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.58)	(1.06)	(2.49)	(2.36)	(5.37)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	42.4	36.0	34.4	32.1	31.7
息税前利润率 (%)	35.8	30.3	30.2	28.8	28.9
税前利润率 (%)	37.7	35.7	34.8	30.1	30.1
净利率 (%)	27.9	29.3	30.2	26.0	25.6
流动性					
流动比率 (倍)	1.3	1.6	2.1	2.3	2.7
利息覆盖率 (倍)	n.a.	131.7	185.1	239.0	304.7
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	0.9	1.0	1.6	1.5	2.0
估值					
市盈率 (倍)	212.6	120.4	82.7	70.8	56.7
核心业务市盈率 (倍)	177.8	112.2	82.7	70.8	56.7
市净率 (倍)	45.2	31.5	24.9	20.1	16.1
价格/现金流 (倍)	256.0	88.5	64.9	230.5	35.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	195.9	137.0	100.8	79.8	62.7
周转率					
存货周转天数	187.4	209.1	189.5	194.7	197.7
应收帐款周转天数	45.2	36.0	27.0	40.5	33.5
应付帐款周转天数	18.2	17.6	12.7	9.3	9.1
回报率					
股息支付率 (%)	30.9	17.5	31.2	31.0	31.1
净资产收益率 (%)	23.8	30.8	33.6	31.4	31.5
资产收益率 (%)	15.8	16.2	17.8	19.5	20.4
已运用资本收益率 (%)	5.9	7.5	8.1	7.5	7.6

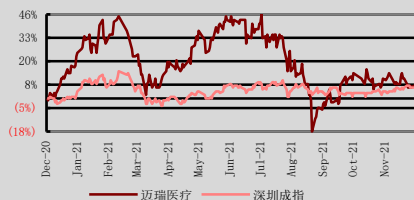
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

300760.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 358.43

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(16.9)	(4.7)	12.4	6.9
相对深证成指	(16.7)	(7.1)	9.8	(1.4)

发行股数(百万)	1,216
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	435,740
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,891
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
Smartco Development Limited	27

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年11月30日收市价为准

相关研究报告

 《迈瑞医疗: 业绩稳定增长, 深化产业链布局》
20211020

 《迈瑞医疗: 业绩稳定增长, 中高端产品持续突破》
20210826

 《迈瑞医疗: 业绩实现高速增长, 国际化推广加速》
20210429

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗器械

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

迈瑞医疗

业务外延内生, 市场国内海外, 比肩国际大型器械公司可期

公司业绩稳定增长, 业务横向跨越多赛道打造医疗器械平台, 纵向深化产业链一体化布局。

支撑评级的要点

- **内生外延, 打造国内、进军海外医疗器械龙头。**公司业务广泛覆盖生命信息支持、医疗影像、体外诊断领域, 且发展态势喜人。公司继续布局兽用医疗设备、微创、骨科领域储备新的增长曲线。具备发展成国际性大型医疗器械企业潜力。
- **国内外市场双布局, 弱化国内政策影响, 打开成长天花板。**公司部分产品已经具备赶超海外头部企业产品的实力, 高质量产品叠加强大的渠道网络借助新冠疫情契机, 公司海外影响力进一步提升。
- **产品不断丰富, 中高端产品不断突破。**2021年, 公司在生命信息与支持业务方面推出智监护(2.0版)新生儿科室版本、BeneFusion e系列输液泵 eVP/eSP/eDS、BeneFusion n/e 输液泵封闭耗材、高端麻醉机 A8/A9、SV300Pro 呼吸机、HyPixel R1 4K 超高清荧光内窥镜摄像系统、硬镜器械等新产品; 在医学影像领域推出了 POC 高端平板彩超 TE9、中低端台式彩超剪切波解决方案 DC-70、DC-60 Ultra; 在体外诊断领域推出了三维荧光、全自动末梢血、高速 CRP 和 SAA 检测一体机 BC-7500 CS 系列血液细胞分析仪以及一系列生化和免疫试剂新产品。

估值

- 预期 2021, 2022, 2023 年公司归母净利润为 81.94 亿元, 98.31 亿元, 118.82 亿元, EPS 分别为 6.741 元, 8.807 元, 9.773 元, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 耗材集采降价风险; 汇率波动风险; 新产品市场拓展低于预期; 技术研发失败风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	16,556	21,026	25,471	30,844	37,381
变动(%)	20	27	21	21	21
净利润(人民币 百万)	4,681	6,658	8,194	9,831	11,882
全面摊薄每股收益(人民币)	3.850	5.476	6.741	8.087	9.773
变动(%)	25.8	42.2	23.1	20.0	20.9
全面摊薄市盈率(倍)	93.1	65.4	53.2	44.3	36.7
价格/每股现金流量(倍)	92.3	49.1	38.1	66.9	30.7
每股现金流量(人民币)	3.88	7.30	9.42	5.36	11.67
企业价值/息税折旧前利润(倍)	62.3	44.1	43.0	36.1	29.2
每股股息(人民币)	1.500	2.500	2.022	2.426	2.932
股息率(%)	0.4	0.7	0.6	0.7	0.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	16,556	21,026	25,471	30,844	37,381
销售成本	(5,967)	(7,584)	(8,993)	(10,809)	(13,127)
经营费用	(3,820)	(3,927)	(6,927)	(8,768)	(10,714)
息税折旧前利润	6,769	9,516	9,551	11,267	13,541
折旧及摊销	(394)	(472)	(493)	(516)	(538)
经营利润(息税前利润)	6,375	9,043	9,058	10,751	13,003
净利息收入/(费用)	408	61	255	308	374
其他收益/(损失)	(11)	(21)	(85)	(4)	(23)
税前利润	6,772	9,084	9,228	11,055	13,354
所得税	(683)	(779)	(1,034)	(1,216)	(1,469)
少数股东权益	4	2	0	8	3
净利润	4,681	6,658	8,194	9,831	11,882
核心净利润	6,092	8,301	8,193	9,830	11,880
每股收益(人民币)	3.850	5.476	6.741	8.087	9.773
核心每股收益(人民币)	5.011	6.829	6.739	8.086	9.772
每股股息(人民币)	1.500	2.500	2.022	2.426	2.932
收入增长(%)	20	27	21	21	21
息税前利润增长(%)	28	42	0	19	21
息税折旧前利润增长(%)	27	41	0	18	20
每股收益增长(%)	26	42	23	20	21
核心每股收益增长(%)	32	36	(1)	20	21

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	6,772	9,084	9,228	11,055	13,354
折旧与摊销	394	472	493	516	538
净利息费用	(408)	(61)	(255)	(308)	(374)
运营资本变动	241	2,824	1,649	(1,328)	2,000
税金	(2,083)	(2,422)	(1,034)	(1,216)	(1,469)
其他经营现金流	(195)	(1,026)	1,367	(2,202)	135
经营活动产生的现金流	4,722	8,870	11,449	6,516	14,185
购买固定资产净值	63	220	40	40	40
投资减少/增加	70	52	(49)	(0)	0
其他投资现金流	(911)	(5,463)	(177)	(81)	(81)
投资活动产生的现金流	(778)	(5,191)	(186)	(41)	(41)
净增权益	(1,824)	(3,039)	(2,458)	(2,949)	(3,564)
净增债务	0	0	50	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	582	1,159	324	205	153
融资活动产生的现金流	(1,242)	(1,853)	(2,031)	(2,641)	(3,191)
现金变动	2,702	1,826	9,232	3,834	10,954
期初现金	11,544	14,273	15,865	25,097	28,931
公司自由现金流	3,944	3,679	11,263	6,475	14,144
权益自由现金流	3,536	3,618	11,058	6,166	13,771

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	14,273	15,865	25,097	28,931	39,884
应收帐款	1,797	1,595	3,645	2,333	4,656
库存	2,265	3,541	2,794	4,882	4,637
其他流动资产	390	631	591	723	777
流动资产总计	18,724	21,632	32,126	36,870	49,954
固定资产	3,659	4,129	3,865	3,577	3,267
无形资产	1,099	1,319	1,131	943	754
其他长期资产	829	4,972	2,164	2,684	3,303
长期资产总计	5,587	10,421	7,159	7,204	7,325
总资产	25,634	33,306	40,516	45,277	58,463
应付帐款	1,244	1,500	1,900	2,097	2,741
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	3,799	6,737	7,547	5,216	9,470
流动负债总计	5,043	8,236	9,496	7,363	12,261
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,974	1,780	1,870	1,875	1,842
股本	1,216	1,216	1,216	1,216	1,216
储备	17,379	22,185	27,921	34,802	43,119
股东权益	18,594	23,400	29,136	36,018	44,335
少数股东权益	24	13	13	21	25
总负债及权益	25,634	33,306	40,516	45,277	58,463
每股帐面价值(人民币)	15.30	19.25	23.97	29.63	36.47
每股有形资产(人民币)	14.39	18.16	23.04	28.85	35.85
每股净负债/(现金)(人民币)	(11.74)	(13.05)	(20.60)	(23.76)	(32.77)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	40.9	45.3	37.5	36.5	36.2
息税前利润率(%)	38.5	43.0	35.6	34.9	34.8
税前利润率(%)	40.9	43.2	36.2	35.8	35.7
净利率(%)	28.3	31.7	32.2	31.9	31.8
流动性					
流动比率(倍)	3.7	2.6	3.4	5.0	4.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.3	2.2	3.1	4.3	3.7
估值					
市盈率(倍)	93.1	65.4	53.2	44.3	36.7
核心业务市盈率(倍)	71.5	52.5	53.2	44.3	36.7
市净率(倍)	23.4	18.6	15.0	12.1	9.8
价格/现金流(倍)	92.3	49.1	38.1	66.9	30.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	62.3	44.1	43.0	36.1	29.2
周转率					
存货周转天数	121.2	139.7	128.5	129.6	132.3
应收帐款周转天数	39.1	29.4	37.5	35.4	34.1
应付帐款周转天数	24.1	23.8	24.4	23.6	23.6
回报率					
股息支付率(%)	39.0	45.6	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	27.7	31.7	31.2	30.2	29.6
资产收益率(%)	24.3	28.1	21.8	22.3	22.3
已运用资本收益率(%)	6.9	7.9	7.8	7.5	7.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

300142.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 68.8

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	79.8	25.1	(21.2)	60.5
相对深证成指	80.0	22.7	(23.8)	52.3

发行股数(百万)	1,591
流通股(%)	97
总市值(人民币 百万)	109,472
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,776
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
刘俊辉	5

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年11月30日收市价为准

相关研究报告

《沃森生物: 13价肺炎疫苗持续增长, mRNA疫苗曙光在即》 20211101

《沃森生物: 全方位深耕 mRNA 疫苗领域, 未来可期》 20210830

《沃森生物: 新出激励计划彰显信心, 长期发展值得期待》 20201105

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 生物制品

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

沃森生物

疫情远未结束, 国产 mRNA 新冠疫苗逐步推进

公司 2021 年前三季度实现收入 21.29 亿元 (+35.90%), 净利润 4.84 亿元 (-10.53%)。受新冠疫苗接种挤压, 公司产品销售下滑, 2022 年有望恢复; 新冠 mRNA 疫苗等研发管线进入关键临床阶段, 研发费用上升。

支撑评级的要点

- **mRNA 疫苗获批加强针临床 IIIb 期实验。**2021 年 11 月 24 日, 中国临床试验注册中心显示, 公司对评价新型冠状病毒 mRNA 疫苗在 18-59 岁和 60 岁及以上已接种新新型冠状病毒灭活疫苗人群中加强接种的免疫原性和安全性的 IIIb 期临床试验进行了预注册。根据卫健委 11 月 17 日通报, 我国新冠疫苗接种剂次已超 24 亿剂次, 加强针是公司新冠疫苗的合适目标市场, 本次临床注册是产品未来商业化的重要里程碑。
- **新冠疫情远未结束, 高效研发、高效保护是终结疫情的关键。**由于疫苗接种率不足, 疫苗效力衰减, 病毒变异造成免疫突破, 海外疫情持续, 且出现新一轮爆发的趋势。21 年 11 月, 南非出现新型变异株 Omicron (B.1.1.529), WHO 将其列为 VOC。由于其变异位点多, 对现有所有技术路线疫苗的效力都将造成削弱, 不排除需要重新开发针对 Omicron 的价型的可能。高效保护将降低感染率和变异速率, 高效研发使疫苗能够紧跟病毒变异速度, 这将是疫情控制、终结的关键。mRNA 疫苗兼具高效研发和高效保护, 将是最具竞争力的候选之一。
- **其他产品销售有望恢复, 2 价 HPV 疫苗接近收获。**2021 年公司主要产品受到新冠疫苗接种的挤压, 许多品种的批签发量及销售出现较为明显的下滑。国内第一轮新冠疫苗接种已基本完成, 2022 年其他疫苗的接种有望恢复。公司重磅产品 13 价肺炎疫苗今年仍旧维持增长, 明年有望进一步放量。同时, 公司另一重要产品 2 价 HPV 疫苗进入上市审批的最后阶段, 有望于 2021 年底或 2022 年年初获得上市许可。政策方面, 广东、四川等省市陆续表态将推动 HPV 疫苗普及。

估值

- 不考虑新冠疫苗, 我们预测公司 2021-2023 年净利润分别为 8.16 亿元、13.84 亿元、18.51 亿元, 维持 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

- 研发不及预期、上市审批进度不及预期、销售不及预期、疫情恶化。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	1,121	2,939	4,112	5,804	7,332
变动(%)	28	162	40	41	26
净利润(人民币 百万)	142	1,003	816	1,384	1,851
全面摊薄每股收益(人民币)	0.092	0.649	0.528	0.895	1.197
变动(%)	(86.4)	602.6	(18.7)	69.7	33.7
全面摊薄市盈率(倍)	745.0	106.0	130.4	76.9	57.5
价格/每股现金流量(倍)	1,705.6	931.6	46.5	(252.0)	34.0
每股现金流量(人民币)	0.04	0.07	1.48	(0.27)	2.02
企业价值/息税折旧前利润(倍)	358.7	82.7	57.6	40.4	30.3
每股股息(人民币)	0.000	0.071	0.000	0.032	0.058
股息率(%)	n.a.	0.1	n.a.	0.0	0.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	1,121	2,939	4,112	5,804	7,332
销售成本	(236)	(417)	(398)	(603)	(728)
经营费用	(587)	(1,221)	(1,882)	(2,571)	(3,189)
息税折旧前利润	299	1,301	1,833	2,630	3,415
折旧及摊销	(77)	(124)	(149)	(179)	(214)
经营利润(息税前利润)	222	1,177	1,684	2,451	3,201
净利息收入/(费用)	4	31	21	26	29
其他收益/(损失)	16	282	(12)	23	5
税前利润	242	1,490	1,693	2,500	3,235
所得税	(35)	(162)	(180)	(305)	(408)
少数股东权益	52	208	204	346	463
净利润	142	1,003	816	1,384	1,851
核心净利润	258	1,120	1,309	1,851	2,365
每股收益(人民币)	0.092	0.649	0.528	0.895	1.197
核心每股收益(人民币)	0.168	0.724	0.846	1.197	1.529
每股股息(人民币)	0.000	0.071	0.000	0.032	0.058
收入增长(%)	28	162	40	41	26
息税前利润增长(%)	24	430	43	46	31
息税折旧前利润增长(%)	1	336	41	43	30
每股收益增长(%)	(86)	603	(19)	70	34
核心每股收益增长(%)	(78)	332	17	41	28

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	242	1,490	1,693	2,500	3,235
折旧与摊销	77	124	149	179	214
净利息费用	(4)	(31)	(21)	(26)	(29)
运营资本变动	28	(740)	443	(1,528)	426
税金	5	(71)	(673)	(770)	(922)
其他经营现金流	(285)	(658)	700	(777)	205
经营活动产生的现金流	62	114	2,290	(422)	3,131
购买固定资产净值	176	147	289	293	314
投资减少/增加	224	5	58	0	0
其他投资现金流	(206)	(882)	(683)	(472)	(646)
投资活动产生的现金流	193	(730)	(337)	(179)	(333)
净增权益	0	(109)	0	(50)	(90)
净增债务	(105)	40	45	(17)	3
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(256)	257	(51)	(191)	(173)
融资活动产生的现金流	(361)	215	47	(155)	(39)
现金变动	(106)	(401)	2,000	(756)	2,759
期初现金	2,484	2,381	1,962	3,962	3,205
公司自由现金流	255	(616)	1,953	(601)	2,798
权益自由现金流	146	(607)	1,977	(644)	2,772

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2,381	1,962	3,962	3,205	5,965
应收帐款	706	2,305	1,888	4,044	3,451
库存	313	484	365	850	611
其他流动资产	43	30	70	59	80
流动资产总计	3,444	4,780	6,284	8,159	10,106
固定资产	1,389	1,590	1,608	1,612	1,602
无形资产	1,003	1,150	1,272	1,382	1,491
其他长期资产	1,141	2,073	1,134	1,444	1,544
长期资产总计	3,532	4,813	4,013	4,438	4,638
总资产	7,018	9,638	10,513	12,695	14,864
应付帐款	277	608	269	983	559
短期债务	0	40	50	50	50
其他流动负债	812	774	978	908	1,235
流动负债总计	1,088	1,422	1,297	1,941	1,844
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	263	368	359	330	353
股本	1,537	1,546	1,546	1,546	1,546
储备	3,328	4,808	5,794	7,014	8,795
股东权益	4,865	2,905	7,341	8,561	10,341
少数股东权益	801	1,303	1,507	1,853	2,316
总负债及权益	7,018	9,638	10,513	12,695	14,864
每股帐面价值(人民币)	3.16	1.88	4.75	5.54	6.69
每股有形资产(人民币)	2.51	1.13	3.92	4.64	5.72
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.55)	(1.24)	(2.52)	(2.03)	(3.82)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	26.6	44.3	44.6	45.3	46.6
息税前利润率(%)	19.8	40.0	40.9	42.2	43.7
税前利润率(%)	21.6	50.7	41.2	43.1	44.1
净利率(%)	12.7	34.1	19.8	23.9	25.2
流动性					
流动比率(倍)	3.2	3.4	4.8	4.2	5.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.9	3.0	4.6	3.8	5.1
估值					
市盈率(倍)	745.0	106.0	130.4	76.9	57.5
核心业务市盈率(倍)	410.0	95.0	81.3	57.5	45.0
市净率(倍)	21.8	36.6	14.5	12.4	10.3
价格/现金流(倍)	1,705.6	931.6	46.5	(252.0)	34.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	358.7	82.7	57.6	40.4	30.3
周转率					
存货周转天数	424.7	348.5	389.0	367.4	366.1
应收帐款周转天数	339.1	187.0	186.1	186.5	186.5
应付帐款周转天数	86.0	54.9	38.9	39.4	38.4
回报率					
股息支付率(%)	0.0	10.9	0.0	3.6	4.8
净资产收益率(%)	3.0	25.8	15.9	17.4	19.6
资产收益率(%)	2.7	12.6	14.9	18.5	20.3
已运用资本收益率(%)	0.6	5.1	3.1	3.6	4.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

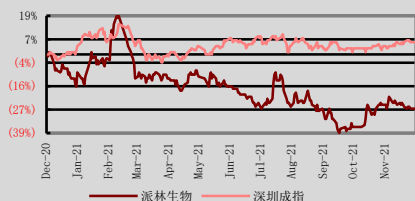
000403.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 30.53

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(17.0)	(3.0)	0.1	(23.3)
相对深证成指	(16.8)	(5.4)	(2.5)	(31.6)

发行股数(百万)	733
流通股(%)	73
总市值(人民币 百万)	22,372
3个月日均交易额(人民币 百万)	140
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
杭州浙民投天弘投资合伙企业(有限合伙)	18

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 11 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

《派林生物: 治理水平不断优化, 多重机遇助推稳定增长》20211025

《派林生物: 利益方向趋同, 内生外延初显成效》20210830

《派林生物: 业绩持续向好, 公司展现扩张决心与执行力》20210505

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 生物制品
证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

派林生物

内外兼修, 公司步入快速成长轨道

公司 2021 年前三季度实现营收 13.42 亿元(+102.71%), 归母净利润 3.04 亿元(+192.88%), 扣非归母净利润 2.60 亿元(+166.54%)。第三季度业绩强势恢复, 单季度实现营收 5.52 亿元(+134.72%), 归母净利润 1.28 亿元(+213.42%)。

支撑评级的要点

- **浆源扩张、产品协同, 外延效果初显。** 派斯菲科资产重组完成后, 公司拥有在营浆站 21 家, 建成待验收浆站 2 家, 获批待建浆站 9 家。同时, 新疆德源与公司签订的战略合作, 将每年向公司供应不低于 180 吨血浆, 短期内有望将公司浆量提升至千吨水平。公司近期已与新疆德源理清合作相关浆站的权利, 保证血浆调配顺利进行。同时, 原广东双林与派斯菲科能够实现优势产品互补, 2021 年吨浆利润有望突破 50 万元/吨。
- **公司治理水平不断提升。** 2021Q3, 公司销售费用率、财务费用率均得到优化, 分别同比下降 4.96%、3.86%。原因系公司利息收入增加、利息支出减少、现金管理带来的收入增加。
- **八因子开始收获, 抓住机遇积极布局海外市场。** 公司于 2020 年 6 月 17 日获批凝血因子 VIII, 提升公司利润率。公司在研产品管线超 10 个, 将有望持续提升公司利润率。此外, 公司抓住机遇向东南亚国家紧急出口静丙, 短期为公司带来额外业绩, 长期为正式进军海外市场打下基础。

估值

- 我们维持此前的盈利预测, 预测公司 2021-2023 年净利润分别为 5.02 亿元、7.00 亿元、8.36 亿元, 维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 采浆不及预期, 政策收紧风险, 产品质量异常风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	916	1,050	1,856	2,411	2,933
变动(%)	6	15	77	30	22
净利润(人民币 百万)	160	186	502	700	836
全面摊薄每股收益(人民币)	0.219	0.254	0.686	0.956	1.142
变动(%)	100.6	15.9	169.9	39.5	19.4
全面摊薄市盈率(倍)	139.3	120.2	44.5	31.9	26.7
价格/每股现金流量(倍)	117.1	114.7	109.5	24.7	90.1
每股现金流量(人民币)	0.26	0.27	0.28	1.24	0.34
企业价值/息税折旧前利润(倍)	84.6	80.3	48.9	34.2	26.2
每股股息(人民币)	0.045	0.000	0.047	0.087	0.061
股息率(%)	0.1	n.a.	0.2	0.3	0.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	916	1,050	1,856	2,411	2,933
销售成本	(444)	(545)	(840)	(1,031)	(1,209)
经营费用	(208)	(224)	(561)	(755)	(913)
息税折旧前利润	264	282	455	626	811
折旧及摊销	(46)	(47)	(51)	(53)	(55)
经营利润(息税前利润)	218	234	404	573	756
净利息收入/(费用)	(21)	(1)	(20)	(20)	(20)
其他收益/(损失)	16	(3)	(3)	(3)	(3)
税前利润	213	230	381	550	733
所得税	(31)	(35)	(61)	(88)	(117)
少数股东权益	(3)	(3)	0	0	0
净利润	160	186	502	700	836
核心净利润	180	199	319	462	615
每股收益(人民币)	0.219	0.254	0.686	0.956	1.142
核心每股收益(人民币)	0.246	0.271	0.436	0.631	0.840
每股股息(人民币)	0.045	0.000	0.047	0.087	0.061
收入增长(%)	6	15	77	30	22
息税前利润增长(%)	54	8	72	42	32
息税折旧前利润增长(%)	39	7	61	38	30
每股收益增长(%)	101	16	170	40	19
核心每股收益增长(%)	90	10	61	45	33

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	213	230	381	550	733
折旧与摊销	46	47	51	53	55
净利息费用	21	1	20	20	20
运营资本变动	(29)	(31)	(111)	(100)	(57)
税金	(58)	(51)	121	150	103
其他经营现金流	(2)	(2)	(258)	232	(606)
经营活动产生的现金流	191	195	204	905	248
购买固定资产净值	3	18	26	30	28
投资减少/增加	7	0	0	0	0
其他投资现金流	(40)	(321)	(52)	(59)	(55)
投资活动产生的现金流	(30)	(303)	(26)	(30)	(28)
净增权益	(33)	0	(34)	(64)	(45)
净增债务	(70)	242	(223)	(70)	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(102)	(173)	202	(123)	(241)
融资活动产生的现金流	(205)	97	(3)	(153)	(65)
现金变动	(44)	(11)	176	722	156
期初现金	155	111	103	278	1,001
公司自由现金流	161	(108)	178	876	220
权益自由现金流	112	136	(25)	826	240

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	111	103	278	1,001	1,157
应收帐款	239	305	556	619	818
库存	405	442	1,021	723	1,284
其他流动资产	24	24	27	25	34
流动资产总计	779	874	1,883	2,368	3,292
固定资产	388	383	349	314	277
无形资产	73	91	99	111	120
其他长期资产	13	295	107	138	180
长期资产总计	474	769	556	564	578
总资产	1,272	1,653	2,440	2,921	3,852
应付帐款	32	46	98	68	123
短期债务	110	332	112	50	50
其他流动负债	298	262	476	420	506
流动负债总计	440	641	686	538	679
长期借款	0	20	17	10	10
其他长期负债	30	25	28	28	27
股本	732	732	732	732	732
储备	528	508	975	1,611	2,403
股东权益	1,260	2,905	1,707	2,343	3,135
少数股东权益	1	2	2	2	2
总负债及权益	1,272	1,653	2,440	2,921	3,852
每股帐面价值(人民币)	1.72	3.97	2.33	3.20	4.28
每股有形资产(人民币)	1.62	3.84	2.20	3.05	4.12
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	0.34	(0.20)	(1.29)	(1.50)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.9	26.8	24.5	26.0	27.7
息税前利润率(%)	23.8	22.3	21.7	23.8	25.8
税前利润率(%)	23.2	21.9	20.5	22.8	25.0
净利率(%)	17.5	17.7	27.0	29.0	28.5
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.4	2.7	4.4	4.9
利息覆盖率(倍)	10.5	219.3	20.2	28.6	37.8
净权益负债率(%)	净现金	8.6	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.7	1.3	3.1	3.0
估值					
市盈率(倍)	139.3	120.2	44.5	31.9	26.7
核心业务市盈率(倍)	123.9	112.5	70.0	48.4	36.3
市净率(倍)	17.8	7.7	13.1	9.5	7.1
价格/现金流(倍)	117.1	114.7	109.5	24.7	90.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	84.6	80.3	48.9	34.2	26.2
周转率					
存货周转天数	326.9	283.7	317.8	308.9	302.9
应收帐款周转天数	87.6	94.6	84.7	89.0	89.4
应付帐款周转天数	15.0	13.5	14.1	12.5	11.9
回报率					
股息支付率(%)	20.6	0.0	6.9	9.1	5.3
净资产收益率(%)	13.6	8.9	21.8	34.6	30.5
资产收益率(%)	14.4	13.6	16.6	18.0	18.8
已运用资本收益率(%)	3.1	2.0	4.9	8.2	7.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

300244.SZ
买入

原评级: 买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 33.82

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.0)	5.0	10.7	2.4
相对深证成指	(0.8)	2.6	8.2	(5.9)

发行股数(百万)	620
流通股(%)	78
总市值(人民币 百万)	20,984
3个月日均交易额(人民币 百万)	219
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
陈海斌	29

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年11月30日收市价为标准

相关研究报告

《迪安诊断: 坚守独特战略定位, 各项经营指标均稳健增长》20211024

《迪安诊断: 2021年H1公司持续高质量发展, 技术引领赋能战略落地》20210826

《迪安诊断: 21年Q1公司传统业务恢复且同比增长明显, 核酸检测继续贡献业绩增量》20210428

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗器械

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

迪安诊断

创新驱动平台化公司, 叠加新冠核酸检测增量, 业绩增长可期

2021年以来公司业绩持续向好, 其中 ICL 业务实现收入和净利润双加速增长。叠加新冠疫情增量, 公司未来表现值得期待。

支撑评级的要点

- **商业模式上“产品+服务”双轮驱动, 特有的竞争优势不断强化。**公司对行业政策、格局变化有着独特深刻的理解, 业务从单一检验外包, 进阶到覆盖各级医疗机构各生命周期的“服务+产品”双轮驱动。纵向从精准中心联手大型三甲医院到合作共建布局基层医疗生态, 深度推进在医联体/医共体政策下的区域中心的合作共建。横向诊断服务连锁化、集约化高质量发展, 诊断产品中自产产品不断升级, 占比不断增大。进而再进阶到以临床和疾病为导向的整体化解决方案合作模式, 不断增强客户粘性, 持续助力客户降本增效和提升医学价值。
- **主营业务 ICL 方面, 34 家实验室进入稳定盈利周期, 规模化下的成本优势不断显现, 收入和净利润实现加速双增长。**公司独立实验室大部分度过盈亏平衡点, 进入业绩稳定增长期。另外, 公司特检业务逐渐提高, 诊断服务将引入新的增长引擎。新冠核酸检测中短期内成为常规检测项目, 为公司持续带来盈利。随着新冠疫情的常态化, 核酸检测目前已经成为了类似常规检测项目, 大范围覆盖, 快速精准的核酸检测作为疫情防控的利器, 将持续存在并继续为公司贡献业绩增量。
- **创新驱动, 公司加大技术平台和学科建设, 具有综合壁垒的多疾病一体化服务产业链不断升级。**公司持续加强学科建设、技术平台搭建、新项目开展和临床增值服务; 嫁接全国布局的自有销售和终端客户网络, 稳步推进精准诊疗需求下的高精尖产品研发、生产和市场推广; 增强服务技术输出和优化产品结构, 加速推进集采及国产替代潮下的供应链变革和大服务融合。

估值

- 我们预计公司 2021-2023 年归母净利 15.07, 11.77, 13.53 亿元, 对应 EPS 为 2.43, 1.90, 2.18 元, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 管理风险; 行业政策风险; 质量控制风险; 市场竞争风险等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	8,453	10,649	13,622	13,804	13,988
变动(%)	21	26	28	1	1
净利润(人民币 百万)	347	803	1,507	1,177	1,353
全面摊薄每股收益(人民币)	0.560	1.294	2.428	1.896	2.180
变动(%)	(10.6)	131.2	87.7	(21.9)	15.0
全面摊薄市盈率(倍)	60.4	26.1	13.9	17.8	15.5
价格/每股现金流量(倍)	43.4	13.6	16.4	9.7	15.5
每股现金流量(人民币)	0.78	2.49	2.07	3.47	2.18
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.3	7.3	6.4	6.6	6.7
每股股息(人民币)	0.128	0.130	0.729	0.569	0.654
股息率(%)	0.4	0.4	2.2	1.7	1.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	8,453	10,649	13,622	13,804	13,988
销售成本	(5,765)	(6,616)	(8,215)	(8,811)	(8,883)
经营费用	(1,004)	(964)	(2,167)	(2,102)	(2,412)
息税折旧前利润	1,685	3,070	3,240	2,891	2,694
折旧及摊销	(248)	(293)	(277)	(280)	(284)
经营利润 (息税前利润)	1,437	2,777	2,964	2,611	2,410
净利息收入/(费用)	(209)	(196)	136	138	140
其他收益/(损失)	111	68	88	89	2
税前利润	1,340	2,649	3,188	2,838	2,552
所得税	(196)	(247)	(544)	(438)	(469)
少数股东权益	228	267	501	391	450
净利润	347	803	1,507	1,177	1,353
核心净利润	1,372	2,134	2,143	2,008	1,633
每股收益 (人民币)	0.560	1.294	2.428	1.896	2.180
核心每股收益 (人民币)	2.211	3.439	3.453	3.237	2.631
每股股息 (人民币)	0.128	0.130	0.729	0.569	0.654
收入增长(%)	21	26	28	1	1
息税前利润增长(%)	48	93	7	(12)	(8)
息税折旧前利润增长(%)	46	82	6	(11)	(7)
每股收益增长(%)	(11)	131	88	(22)	15
核心每股收益增长(%)	46	56	0	(6)	(19)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,340	2,649	3,188	2,838	2,552
折旧与摊销	248	293	277	280	284
净利息费用	209	196	(136)	(138)	(140)
运营资本变动	(539)	(812)	396	(421)	125
税金	(536)	(1,312)	(1,180)	(1,270)	(749)
其他经营现金流	(238)	533	(1,261)	864	(719)
经营活动产生的现金流	483	1,547	1,283	2,153	1,353
购买固定资产净值	32	(10)	40	40	40
投资减少/增加	296	78	82	85	(0)
其他投资现金流	(569)	(888)	(2)	(33)	(90)
投资活动产生的现金流	(241)	(821)	120	91	(50)
净增权益	(79)	(81)	(452)	(353)	(406)
净增债务	161	383	(1,004)	(1,308)	16
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(758)	(586)	301	(114)	(54)
融资活动产生的现金流	(676)	(256)	(1,102)	(1,672)	(223)
现金变动	(434)	470	300	572	1,081
期初现金	1,713	1,307	1,743	2,043	2,615
公司自由现金流	242	726	1,402	2,244	1,303
权益自由现金流	612	1,305	262	798	1,180

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,307	1,743	2,043	2,615	3,696
应收帐款	3,416	4,671	5,359	4,993	5,478
库存	1,347	1,123	2,214	1,369	2,143
其他流动资产	635	681	611	558	623
流动资产总计	6,705	8,218	10,228	9,535	11,940
固定资产	951	1,081	863	642	417
无形资产	79	68	50	31	12
其他长期资产	1,172	1,598	1,779	2,079	2,327
长期资产总计	2,202	2,747	2,692	2,752	2,755
总资产	10,750	12,399	14,179	13,109	15,272
应付帐款	1,311	1,528	2,064	1,818	2,052
短期债务	1,629	2,428	1,243	50	50
其他流动负债	1,337	1,649	2,186	1,507	2,040
流动负债总计	4,278	5,605	5,493	3,376	4,142
长期借款	1,064	666	798	710	725
其他长期负债	270	100	210	193	168
股本	620	620	620	620	620
储备	3,363	4,077	5,225	5,987	6,944
股东权益	3,984	4,698	5,846	6,607	7,565
少数股东权益	1,154	1,331	1,832	2,223	2,673
总负债及权益	10,750	12,399	14,179	13,109	15,272
每股帐面价值 (人民币)	6.42	7.57	9.42	10.65	12.19
每股有形资产 (人民币)	6.29	7.46	9.34	10.60	12.17
每股净负债/(现金)(人民币)	2.23	2.18	(0.22)	(3.06)	(4.80)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	19.9	28.8	23.8	20.9	19.3
息税前利润率 (%)	17.0	26.1	21.8	18.9	17.2
税前利润率 (%)	15.8	24.9	23.4	20.6	18.2
净利率 (%)	4.1	7.5	11.1	8.5	9.7
流动性					
流动比率 (倍)	1.6	1.5	1.9	2.8	2.9
利息覆盖率 (倍)	6.9	14.2	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率 (%)	27.0	22.4	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	1.3	1.3	1.5	2.4	2.4
估值					
市盈率 (倍)	60.4	26.1	13.9	17.8	15.5
核心业务市盈率 (倍)	15.3	9.8	9.8	10.4	12.9
市净率 (倍)	5.3	4.5	3.6	3.2	2.8
价格/现金流 (倍)	43.4	13.6	16.4	9.7	15.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	13.3	7.3	6.4	6.6	6.7
周转率					
存货周转天数	80.4	68.1	74.1	74.2	72.2
应收帐款周转天数	137.6	138.6	134.4	136.9	136.6
应付帐款周转天数	56.7	48.7	48.1	51.3	50.5
回报率					
股息支付率 (%)	22.9	10.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率 (%)	9.1	18.5	28.6	18.9	19.1
资产收益率 (%)	11.5	21.7	18.5	16.2	13.9
已运用资本收益率 (%)	1.2	2.4	4.0	3.0	3.3

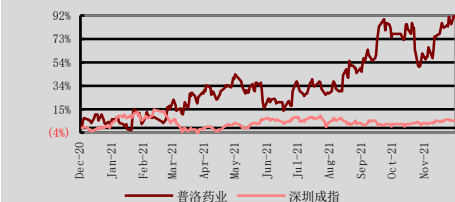
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

000739.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 41.32

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	78.7	19.0	28.9	99.8
相对深证成指	78.9	16.6	26.3	91.5

发行股数(百万)	1,179
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	48,697
3个月日均交易额(人民币 百万)	402
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
横店集团控股有限公司	28

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2021 年 11 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

《普洛药业: 行稳致远的原料药制剂一体化企业》20200311

《普洛药业: 各版块盈利能力持续提升, 原料药制剂多点开花打开成长空间》20191018

《普洛药业: 左乙拉西坦拟中标集采, 广阔市场扬帆待航!》20190925

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

 证券分析师: 邓周宇
 (86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

普洛药业

CDMO 业绩表现亮眼, CDMO、原料、制剂业务服务能力不断提升

普洛药业 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 63.99 亿人民币 (+10.13%), 实现归母净利润 7.62 亿元 (+20.95%)。公司坚持“做精原料、做强 CDMO, 做优制剂”的发展战略, CDMO 业绩表现亮眼。

支撑评级的要点

- **业绩稳定增长, CDMO 业绩表现亮眼。**公司 2021 年 Q1-Q3 实现营业收入 63.99 亿人民币, 同比增长 10.13%, 实现归母净利润 7.62 亿元, 同比增长 20.95%。公司坚持“做精原料、做强 CDMO, 做优制剂”的发展战略: 在原料药中间体方面公司重点发展战略优势品种, 逐步加大 API 产能, 提高 API 占比; CDMO 方面公司不断加大人才引进和研发投入力度, 大幅提升公司服务能力; 制剂方面公司充分发挥研发优势和“中间体+原料药+制剂”一体化优势, 重点布局成本优势品种和高技术壁垒品种。公司 2021H1 CDMO 实现营业收入 7.21 亿元, 同比增长 30.65%, 毛利率为 43.32%, 同比增加 2.55 个百分点。
- **加大研发投入力度, 提高 CDMO 服务能力。**公司 CDMO 上海研发中心主要做前期的项目, 目前有 130 人左右, 2024 年计划达到 500 人左右。公司在上海原有 2,700 平米实验大楼的基础上, 新增了一栋 3,700 平米的实验大楼, 新增大楼预计将于今年下半年投入使用。横店研发中心主要做后期及商业化项目, 目前有 120 人左右。新建的第二栋 8,000 平方米的 CDMO 研发大楼预计于明年投入使用, 团队来计划扩充到 500 人。
- **产能有序释放, 助力未来增长。**公司新产能建设也在持续投入中, 新建多功能车间(一)计划于今年 10 月左右投入使用, 新建 CDMO 多功能车间(二)计划明年下半年投入使用, 总共有 14 个独立单元区, 可以满足 CDMO 项目快速切换要求。配有条中间体生产线和两条 API 生产线的高活化合物车间计划于明年上半年投入使用, 更多 API 产能建设正在进行当中。制剂七车间 II 期扩产项目计划将产能由 10 亿片(粒)/年增至 30 亿片(粒)/年, 预计 2022 年下半年完成; 新建产能 1 亿支/年的无菌粉针车间, 现已完成施工设计, 预计 2022 年下半年投产。

估值

- 预期公司 2021, 2022, 2023 年净利润分别为 10.46 亿, 13.35 亿, 16.39 亿, EPS 分别为 0.89 元, 1.13 元和 1.39 元。

评级面临的主要风险

- 产能扩张不及预期风险; 业务拓展不及预期风险; 原材料涨价风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	7,211	7,880	8,917	10,354	12,168
变动(%)	13	9	13	16	18
净利润(人民币 百万)	553	817	1,046	1,335	1,639
全面摊薄每股收益(人民币)	0.470	0.693	0.888	1.133	1.391
变动(%)	49.3	47.6	28.1	27.6	22.7
全面摊薄市盈率(倍)	88.0	59.6	46.5	36.5	29.7
价格/每股现金流量(倍)	35.8	46.0	93.3	25.5	46.5
每股现金流量(人民币)	1.15	0.90	0.44	1.62	0.89
企业价值/息税折旧前利润(倍)	34.3	37.4	58.4	31.3	24.9
每股股息(人民币)	0.165	0.243	0.266	0.340	0.417
股息率(%)	0.4	0.6	0.6	0.8	1.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	7,211	7,880	8,917	10,354	12,168
销售成本	(4,921)	(5,715)	(6,365)	(6,990)	(8,331)
经营费用	(897)	(912)	(1,744)	(1,906)	(2,026)
息税折旧前利润	1,393	1,252	808	1,458	1,811
折旧及摊销	(354)	(21)	(29)	(36)	(43)
经营利润 (息税前利润)	1,039	1,230	779	1,422	1,768
净利息收入/(费用)	(13)	(67)	89	104	122
其他收益/(损失)	(41)	101	355	10	(6)
税前利润	985	1,265	1,224	1,535	1,884
所得税	(80)	(144)	(177)	(200)	(245)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	553	817	1,046	1,335	1,639
核心净利润	904	1,119	1,044	1,334	1,638
每股收益 (人民币)	0.470	0.693	0.888	1.133	1.391
核心每股收益 (人民币)	0.767	0.950	0.886	1.132	1.390
每股股息 (人民币)	0.165	0.243	0.266	0.340	0.417
收入增长(%)	13	9	13	16	18
息税前利润增长(%)	52	18	(37)	83	24
息税折旧前利润增长(%)	38	(10)	(35)	80	24
每股收益增长(%)	49	48	28	28	23
核心每股收益增长(%)	61	24	(7)	28	23

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	985	1,265	1,224	1,535	1,884
折旧与摊销	354	21	29	36	43
净利息费用	13	67	(89)	(104)	(122)
运营资本变动	493	24	(413)	675	(126)
税金	(432)	(448)	(177)	(200)	(245)
其他经营现金流	(53)	130	(51)	(34)	(387)
经营活动产生的现金流	1,360	1,060	522	1,908	1,047
购买固定资产净值	(32)	14	40	40	40
投资减少/增加	(33)	62	18	20	0
其他投资现金流	(376)	30	(774)	(80)	(80)
投资活动产生的现金流	(441)	106	(715)	(20)	(40)
净增权益	(194)	(286)	(314)	(401)	(492)
净增债务	(564)	280	(280)	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	52	58	36	1	(100)
融资活动产生的现金流	(706)	79	(505)	(297)	(370)
现金变动	213	1,245	(699)	1,591	637
期初现金	644	1,036	2,194	1,496	3,087
公司自由现金流	919	1,166	(193)	1,888	1,007
权益自由现金流	368	1,513	(563)	1,785	885

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,812	2,548	2,196	3,812	4,433
应收帐款	1,032	1,096	1,871	1,505	2,182
库存	993	1,086	1,290	1,323	1,762
其他流动资产	121	187	143	220	218
流动资产总计	3,958	4,917	5,500	6,860	8,594
固定资产	2,018	1,981	2,004	2,020	2,029
无形资产	331	345	333	321	309
其他长期资产	185	224	205	216	229
长期资产总计	2,534	2,550	2,541	2,557	2,567
总资产	6,523	7,495	8,054	9,420	11,155
应付帐款	2,010	1,929	1,870	2,603	2,744
短期债务	50	330	50	50	50
其他流动负债	501	638	810	509	954
流动负债总计	2,562	2,896	2,730	3,162	3,748
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	193	208	201	201	203
股本	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179
储备	2,590	3,212	3,944	4,879	6,026
股东权益	3,768	4,390	5,123	6,058	7,205
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	6,523	7,495	8,054	9,420	11,155
每股帐面价值 (人民币)	3.20	3.73	4.35	5.14	6.11
每股有形资产 (人民币)	2.92	3.43	4.06	4.87	5.85
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.84)	(1.58)	(1.23)	(2.58)	(3.12)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	19.3	15.9	9.1	14.1	14.9
息税前利润率 (%)	14.4	15.6	8.7	13.7	14.5
税前利润率 (%)	13.7	16.1	13.7	14.8	15.5
净利率 (%)	7.7	10.4	11.7	12.9	13.5
流动性					
流动比率 (倍)	1.5	1.7	2.0	2.2	2.3
利息覆盖率 (倍)	80.8	18.5	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	1.2	1.3	1.5	1.8	1.8
估值					
市盈率 (倍)	88.0	59.6	46.5	36.5	29.7
核心业务市盈率 (倍)	53.9	43.5	46.6	36.5	29.7
市净率 (倍)	12.9	11.1	9.5	8.0	6.8
价格/现金流 (倍)	35.8	46.0	93.3	25.5	46.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	34.3	37.4	58.4	31.3	24.9
周转率					
存货周转天数	70.2	66.4	68.1	68.2	67.6
应收帐款周转天数	57.6	49.3	60.7	59.5	55.3
应付帐款周转天数	79.1	91.2	77.7	78.9	80.2
回报率					
股息支付率 (%)	35.1	35.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率 (%)	15.6	20.0	22.0	23.9	24.7
资产收益率 (%)	15.5	15.6	8.6	14.2	15.0
已运用资本收益率 (%)	3.6	4.8	5.3	5.9	6.1

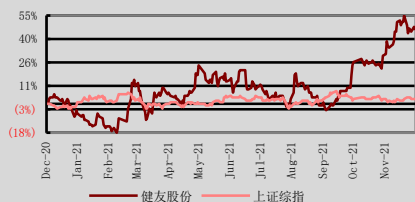
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

603707.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 41.67

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	58.9	12.3	47.0	46.2
相对上证指数	57.2	11.9	46.0	41.1

发行股数(百万)	1,217
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	50,706
3个月日均交易额(人民币 百万)	221
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
谢菊华	28

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2021年11月30日收市价为标准

相关研究报告

《健友股份: 肝素上游供给影响自三季度开始加大, 海外制剂出口巨大空间已打开》20191029
 《健友股份: 肝素景气度持续高位, 注射剂国际化逐步落地》20190802

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

健友股份

传统业务稳健推进, 生物药 CDMO 开拓新增长点

2021年公司的营收持续增长, 核心制剂业务保持稳定高速增长, 国内外地区的营收稳定增长; 无菌注射剂产品线进一步扩大, 多款新产品在美国上市, 国内的上市申报也在同步进行。一方面, 公司持续开拓新市场, 依诺肝素钠制剂在多个国家成功上市; 另一方面, 新制剂的研究也在稳步进行, 多款高附加值无菌注射剂已在审批中。

支撑评级的要点

- 传统业务稳定增长。2021年上半年公司的营业收入比上年同期增长28.81%, 其中肝素及低分子肝素制剂保持强劲增长趋势, 较上年同期增加约七成, 在该领域保持领先地位。
- 多款产品储备, 厚积薄发。在美国市场上, 公司凭借多条通过美国FDA认证的无菌注射剂产线和冻干线, 快速积累品种池, 已有近30个无菌注射剂在美国上市。在美国营销公司 Meithea 团队的加持下, 多个注射剂品种在几个月内快速占据了美国约10%的市场份额。生物药 CDMO 更是进一步打开成长天花板。
- 中美双报, 实力凸显, 市场空间可期。苯磺顺阿曲库铵注射液、白消安注射液、盐酸苯达莫司汀注射液、米力农注射液、磺达肝癸钠注射液等多个产品均在美国获得FDA批准后不久即获中国国家药监局批准生产上市。其中, 白消安注射液作为国内首个视同通过一致性评价的产品, 极大满足了国内患者对该类药品的需求。2020年上市的苯磺顺阿曲库铵注射液和2021年上市的注射用盐酸苯达莫司汀在第五次集采中中选, 有望快速占领国内市场份额。

估值

- 预期2021, 2022, 2023年公司归母净利润为11.66亿元, 15.25亿元, 19.67亿元, EPS分别为0.96元, 1.25元, 1.62元, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 肝素跌价加剧风险; 库存周转风险; 汇率波动风险; 海外销售低于预期风险等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,470	2,915	3,894	5,062	6,414
变动(%)	45	18	34	30	27
净利润(人民币 百万)	605	806	1,166	1,525	1,967
全面摊薄每股收益(人民币)	0.497	0.662	0.958	1.253	1.617
变动(%)	42.5	33.3	44.7	30.7	29.0
全面摊薄市盈率(倍)	83.8	62.9	43.5	33.3	25.8
价格/每股现金流量(倍)	(60.3)	(89.6)	15.1	17.5	(10.9)
每股现金流量(人民币)	(0.69)	(0.47)	2.76	2.39	(3.82)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.3	40.6	29.5	21.4	18.4
每股股息(人民币)	0.177	0.115	0.232	0.323	0.363
股息率(%)	0.4	0.3	0.6	0.8	0.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,470	2,915	3,894	5,062	6,414
销售成本	(1,208)	(1,201)	(1,690)	(2,238)	(2,835)
经营费用	(374)	(426)	(536)	(635)	(760)
息税折旧前利润	887	1,288	1,668	2,189	2,818
折旧及摊销	(45)	(85)	(92)	(99)	(106)
经营利润(息税前利润)	842	1,203	1,576	2,090	2,712
净利息收入/(费用)	(16)	(58)	(128)	(166)	(210)
其他收益/(损失)	23	48	98	98	107
税前利润	849	1,194	1,546	2,021	2,608
所得税	(74)	(118)	(394)	(515)	(664)
少数股东权益	1	(9)	(14)	(18)	(23)
净利润	605	806	1,166	1,525	1,967
核心净利润	777	1,089	1,168	1,527	1,972
每股收益(人民币)	0.497	0.662	0.958	1.253	1.617
核心每股收益(人民币)	0.639	0.895	0.960	1.255	1.620
每股股息(人民币)	0.177	0.115	0.232	0.323	0.363
收入增长(%)	45	18	34	30	27
息税前利润增长(%)	52	43	31	33	30
息税折旧前利润增长(%)	50	45	30	31	29
每股收益增长(%)	42	33	45	31	29
核心每股收益增长(%)	48	40	7	31	29

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	849	1,194	1,546	2,021	2,608
折旧与摊销	45	85	92	99	106
净利息费用	16	58	128	166	210
运营资本变动	(264)	(334)	(1,403)	742	(451)
税金	(242)	(407)	(394)	(515)	(664)
其他经营现金流	(1,246)	(1,161)	3,393	390	(6,460)
经营活动产生的现金流	(841)	(566)	3,362	2,904	(4,651)
购买固定资产净值	51	34	94	94	94
投资减少/增加	(112)	16	100	100	101
其他投资现金流	(93)	(1,223)	545	(190)	(177)
投资活动产生的现金流	(154)	(1,173)	739	5	18
净增权益	(216)	(140)	(282)	(393)	(442)
净增债务	1,048	764	(2,132)	0	1,972
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	119	1,323	(793)	(144)	(265)
融资活动产生的现金流	951	1,973	(3,155)	(434)	1,486
现金变动	(44)	235	946	2,475	(3,147)
期初现金	435	364	494	1,439	3,914
公司自由现金流	(995)	(1,739)	4,101	2,909	(4,633)
权益自由现金流	70	(917)	2,096	3,075	(2,451)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	364	494	1,439	3,914	768
应收帐款	457	895	2,114	1,798	2,498
库存	3,274	4,457	759	246	6,658
其他流动资产	194	922	538	506	504
流动资产总计	4,289	6,768	4,849	6,463	10,428
固定资产	482	533	551	562	565
无形资产	125	159	144	128	112
其他长期资产	55	141	327	474	677
长期资产总计	662	833	1,021	1,163	1,354
总资产	5,078	7,720	5,743	7,373	11,341
应付帐款	488	502	151	643	803
短期债务	1,368	2,132	0	0	1,972
其他流动负债	177	171	424	322	489
流动负债总计	2,033	2,806	576	965	3,263
长期借款	0	1,125	375	500	667
其他长期负债	41	44	40	42	42
股本	1,217	1,217	1,217	1,217	1,217
储备	2,251	2,643	3,527	4,659	6,185
股东权益	3,468	3,860	4,744	5,876	7,401
少数股东权益	38	22	8	(9)	(33)
总负债及权益	5,078	7,720	5,743	7,373	11,341
每股帐面价值(人民币)	2.85	3.17	3.90	4.83	6.08
每股有形资产(人民币)	2.75	3.04	3.78	4.72	5.99
每股净负债/(现金)(人民币)	0.83	1.35	(1.18)	(3.22)	0.99

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	35.9	44.2	42.8	43.2	43.9
息税前利润率(%)	34.1	41.3	40.5	41.3	42.3
税前利润率(%)	34.4	41.0	39.7	39.9	40.7
净利率(%)	24.5	27.7	29.9	30.1	30.7
流动性					
流动比率(倍)	2.1	2.4	8.4	6.7	3.2
利息覆盖率(倍)	52.2	20.9	12.3	12.6	12.9
净权益负债率(%)	28.6	71.2	净现金	净现金	25.4
速动比率(倍)	0.5	0.8	7.1	6.4	1.2
估值					
市盈率(倍)	83.8	62.9	43.5	33.3	25.8
核心业务市盈率(倍)	65.2	46.6	43.4	33.2	25.7
市净率(倍)	14.6	13.1	10.7	8.6	6.9
价格/现金流(倍)	(60.3)	(89.6)	15.1	17.5	(10.9)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.3	40.6	29.5	21.4	18.4
周转率					
存货周转天数	789.1	1,174.6	563.2	81.9	444.4
应收帐款周转天数	52.6	84.7	141.0	141.0	122.2
应付帐款周转天数	73.9	62.0	30.6	28.6	41.1
回报率					
股息支付率(%)	35.6	17.4	24.2	25.7	22.5
净资产收益率(%)	18.4	22.0	27.1	28.7	29.6
资产收益率(%)	18.1	16.9	17.5	23.8	21.6
已运用资本收益率(%)	3.6	3.4	4.8	6.6	6.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

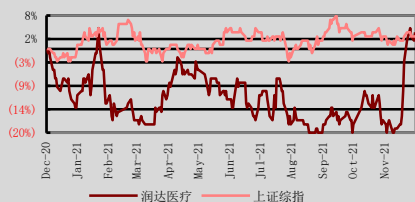
603108.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 12.98

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15.3	25.4	29.3	4.5
相对上证指数	13.5	24.9	28.3	(0.6)

发行股数(百万)	580
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	7,522
3个月日均交易额(人民币 百万)	86
净负债比率(%) (2021E)	28
主要股东(%)	
杭州市拱墅区国有投资控股集团有限公司	20

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 11 月 30 日收市价为标准

相关研究报告
**中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格**
医药生物: 医疗服务
证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhoyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

润达医疗

集采政策频出, 控费背景下, 医学实验室综合服务龙头业绩增长可期

2021 年公司核心业务集约化业务/区域检测中心业务和工业板块业务均稳定增长; 拓展 ICL 业务, 其营收同比增长超一倍。同时公司管理费用率持续降低, 公司持续加大研发投入持续加大商业拓展, 研发费用率和销售费用率均有提升。

支撑评级的要点

- 2021 年公司核心业务集约化业务/区域检测中心业务和工业板块业务均稳定增长; 拓展 ICL 业务, 其营收同比增长超一倍。同时公司管理费用率持续降低, 公司持续加大研发投入持续加大商业拓展, 研发费用率和销售费用率均有提升。
- 国内医学实验室综合服务龙头, 医保控费环境下公司作为集约化供应商优势凸显。8 月份, 以安徽化学发光试剂集采为代表事件, 推动 IVD 行业控费大势所趋, 未来若随着 IVD 试剂价格降低检测项目收费降低, 医院降本增效动力将更足。润达作为专业化综合实验室服务商, 一方面依赖其强大的渠道布局和众多的上游供应商, 产品品牌及型号等选择更加灵活化, 优势凸显, 为医院检验科的降本增效提供更加有效方案。另一方面公司产品配套多样化服务, 强大的工程师团队, 为产品带来更多增值化服务, 客户黏性大。
- 近期公司分别和上海美华妇儿医院和上海儿童医学中心达成合作, 深入布局儿童精准诊断。同时公司投资微岩医学, 继续深化布局精准诊疗。公司在 IVD 领域积极拓展商务合作的同时, 继续加大研发投入积极加码布局 IVD 自研产品, 公司通过收购和自主研发逐步对 IVD 全产业链的布局, 包括糖化产品、质控产品、POCT 产品、分子诊断产品、化学发光产品等, 其中糖化血红蛋白分析、质控产品已实现国产占比的领先。另外, 公司 ICL 业务、医疗信息化产品业务值得关注。

估值

- 我们预期 2021-2023 年净利润为 4.20/5.79/6.43 亿元, EPS 为 0.73/1.0/1.1 元。维持 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

- 终端客户开发不及预期, 工业板块开拓不及预期, 其他政策变动风险, 商誉减值风险等。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	7,052	7,069	8,743	10,824	12,755
变动(%)	18	0	24	24	18
净利润(人民币 百万)	310	330	420	579	643
全面摊薄每股收益(人民币)	0.534	0.569	0.725	0.999	1.109
变动(%)	18.2	6.6	27.4	37.7	11.0
全面摊薄市盈率(倍)	24.3	22.8	17.9	13.0	11.7
价格/每股现金流量(倍)	30.5	23.3	3.2	(6.1)	3.3
每股现金流量(人民币)	0.43	0.56	4.01	(2.11)	3.90
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	8.9	6.2	5.8	4.3
每股股息(人民币)	0.000	0.114	0.099	0.112	0.166
股息率(%)	n.a.	0.9	0.8	0.9	1.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	7,052	7,069	8,743	10,824	12,755
销售成本	(5,164)	(5,188)	(6,398)	(7,844)	(9,245)
经营费用	(670)	(703)	(993)	(1,227)	(1,557)
息税折旧前利润	1,218	1,178	1,352	1,753	1,953
折旧及摊销	(239)	(303)	(302)	(309)	(317)
经营利润(息税前利润)	979	875	1,050	1,443	1,637
净利息收入/(费用)	(231)	(242)	(287)	(355)	(418)
其他收益/(损失)	129	128	98	98	98
税前利润	877	762	861	1,186	1,317
所得税	(175)	(132)	(219)	(302)	(335)
少数股东权益	202	174	221	305	339
净利润	310	330	420	579	643
核心净利润	906	455	423	581	645
每股收益(人民币)	0.534	0.569	0.725	0.999	1.109
核心每股收益(人民币)	1.563	0.784	0.729	1.003	1.113
每股股息(人民币)	0.000	0.114	0.099	0.112	0.166
收入增长(%)	18	0	24	24	18
息税前利润增长(%)	31	(11)	20	37	13
息税折旧前利润增长(%)	28	(3)	15	30	11
每股收益增长(%)	18	7	27	38	11
核心每股收益增长(%)	42	(50)	(7)	38	11

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	877	762	861	1,186	1,317
折旧与摊销	239	303	302	309	317
净利息费用	231	242	287	355	418
运营资本变动	(656)	(635)	1,693	(2,598)	1,215
税金	(164)	(84)	(219)	(302)	(335)
其他经营现金流	(280)	(264)	(600)	(174)	(669)
经营活动产生的现金流	247	323	2,325	(1,224)	2,262
购买固定资产净值	25	4	94	94	94
投资减少/增加	54	(319)	100	100	101
其他投资现金流	(361)	(698)	6	(236)	(193)
投资活动产生的现金流	(281)	(1,013)	201	(41)	2
净增权益	0	(66)	(58)	(65)	(96)
净增债务	958	978	(1,701)	1,954	(1,584)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(700)	(133)	(609)	(478)	(574)
融资活动产生的现金流	258	806	(2,314)	1,514	(2,033)
现金变动	224	116	212	249	231
期初现金	373	844	835	1,047	1,296
公司自由现金流	(34)	(690)	2,526	(1,265)	2,265
权益自由现金流	1,155	530	1,112	1,044	1,099

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	844	835	1,047	1,296	1,527
应收帐款	2,943	3,217	3,539	4,824	5,451
库存	1,177	1,154	1,728	1,805	2,356
其他流动资产	673	1,022	587	1,030	844
流动资产总计	5,637	6,227	6,899	8,955	10,177
固定资产	888	932	737	534	324
无形资产	57	61	49	36	24
其他长期资产	634	1,049	1,274	1,599	1,889
长期资产总计	1,579	2,041	2,059	2,169	2,237
总资产	9,033	10,177	10,600	12,431	13,419
应付帐款	1,045	938	1,340	1,453	1,920
短期债务	2,317	3,758	1,912	3,838	2,321
其他流动负债	1,852	848	2,336	1,361	2,448
流动负债总计	5,214	5,544	5,588	6,652	6,689
长期借款	129	480	289	269	346
其他长期负债	173	73	168	138	126
股本	580	580	580	580	580
储备	2,179	2,511	2,877	3,389	3,936
股东权益	2,759	3,091	3,457	3,969	4,516
少数股东权益	758	877	1,098	1,403	1,742
总负债及权益	9,033	10,177	10,600	12,431	13,419
每股帐面价值(人民币)	4.76	5.33	5.97	6.85	7.79
每股有形资产(人民币)	4.66	5.23	5.88	6.79	7.75
每股净负债/(现金)(人民币)	2.76	5.11	1.56	4.46	1.44

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.3	16.7	15.5	16.2	15.3
息税前利润率(%)	13.9	12.4	12.0	13.3	12.8
税前利润率(%)	12.4	10.8	9.8	11.0	10.3
净利率(%)	4.4	4.7	4.8	5.3	5.0
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5
利息覆盖率(倍)	4.2	3.6	3.7	4.1	3.9
净权益负债率(%)	45.6	85.8	25.3	52.3	18.2
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	1.1	1.2
估值					
市盈率(倍)	24.3	22.8	17.9	13.0	11.7
核心业务市盈率(倍)	8.3	16.5	17.8	12.9	11.7
市净率(倍)	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	30.5	23.3	3.2	(6.1)	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	8.9	6.2	5.8	4.3
周转率					
存货周转天数	82.2	82.0	82.2	82.2	82.1
应收帐款周转天数	141.0	159.0	141.0	141.0	147.0
应付帐款周转天数	47.6	51.2	47.5	47.1	48.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	20.0	13.7	11.2	15.0
净资产收益率(%)	11.8	11.3	12.8	15.6	15.2
资产收益率(%)	9.5	7.5	7.5	9.3	9.4
已运用资本收益率(%)	1.4	1.2	1.4	1.8	1.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

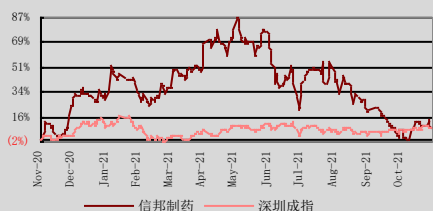
002390.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 6.79

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(18.2)	(0.4)	(30.0)	4.9
相对深证成指	(18.1)	(2.9)	(32.6)	(3.2)

发行股数(百万)	2,027
流通股(%)	77
总市值(人民币 百万)	13,765
3个月日均交易额(人民币 百万)	132
净负债比率(%) (2021E)	19
主要股东(%)	
贵州金城实业投资合伙企业(有限合伙)	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年11月29日收市价为标准

相关研究报告

《信邦制药: 关注公司医疗服务领域聚焦战略》20190128

《信邦制药: 稀缺的医疗服务龙头, 床位扩张带动持续增长》20171113

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 中药

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

信邦制药

把握优质医疗资源, 打造“医疗服务+”平台

摘要: 公司2021年Q1-Q3实现营业收入47.21亿元(+10.36%), 实现归母净利润2.1亿元(+70.6%)。医疗服务2021H1实现营业收入10.11亿, 同比增长13.26%, 门诊量53万人次、入院5.5万人次、出院5.3万人次、手术2.5万台次、放疗4.5万人次。

支撑评级的要点

- **业绩稳中向好发展, 医疗服务稳定增长。**公司2021年Q1-Q3实现营业收入47.21亿元, 同比增长10.36%, 实现归母净利润2.1亿元, 同比增长70.6%。医疗服务2021H1实现营业收入10.11亿, 同比增长13.26%, 门诊量53万人次、入院5.5万人次、出院5.3万人次、手术2.5万台次、放疗4.5万人次。公司已成为集医疗服务、医药流通和医药工业的医疗健康全产业链集团, 构建了“医疗服务+”平台运营模式。
- **医疗服务板块建设持续推进, 打造优质医疗服务集团。**信邦制药目前拥有肿瘤医院、白云医院、乌当医院等7家医疗机构, 拥有床位数5,000余张, 拥有贵州医科大学白云临床教学中心, 具备肿瘤专业的GCP机构资格证书, 并开展了分子病理中心等新的治疗项目。公司率先引进了全国首台Edge四维影像放疗系统, 并已获得引进PET-CT高端影像设备的配置许可证, 还拥有国内首台双能谱CT以及六维放射治疗床、直线加速器、日本东芝1.5核磁共振、MRI、DSA等大型先进医疗设备, 为提升医疗质量保驾护航。
- **打造区域旗舰医院, 发挥“医疗服务+”平台优势。**公司集合各医院优势学科, 将白云医院打造成集医疗、教学、科研、急救、预防保健、康复为一体的区域旗舰医院, 通过打造区域旗舰医院, 吸引优质医技人才, 形成公司医疗事业的教学、科研、人才培养及病患资源的中心, 为公司医疗服务的长远发展提供必要的保障。

估值

- 预期公司2021, 2022, 2023近利润分别为2.27亿, 2.78亿和3.35亿, EPS分别为0.14元, 0.17元, 0.20元。

评级面临的主要风险

- 政策变化风险; 业务拓展不及预期风险; 医院运营风险

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	6,655	5,846	6,740	7,712	8,821
变动(%)	1	(12)	15	14	14
净利润(人民币 百万)	236	174	227	278	335
全面摊薄每股收益(人民币)	0.142	0.104	0.136	0.167	0.201
变动(%)	(118.2)	(26.6)	30.7	22.4	20.5
全面摊薄市盈率(倍)	47.9	65.2	49.9	40.8	33.8
价格/每股现金流量(倍)	12.8	15.3	272.4	(49.5)	154.0
每股现金流量(人民币)	0.53	0.45	0.02	(0.14)	0.04
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.4	22.4	26.9	28.3	22.1
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.041	0.050	0.060
股息率(%)	n.a.	n.a.	0.6	0.7	0.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	6,655	5,846	6,740	7,712	8,821
销售成本	(5,218)	(4,617)	(5,237)	(6,004)	(6,983)
经营费用	(655)	(543)	(956)	(1,179)	(1,159)
息税折旧前利润	782	685	547	529	679
折旧及摊销	(238)	(232)	(243)	(248)	(253)
经营利润(息税前利润)	544	453	303	281	426
净利息收入/(费用)	(148)	(83)	67	77	88
其他收益/(损失)	(11)	(37)	(23)	(24)	(2)
税前利润	385	333	347	334	512
所得税	(68)	(47)	(59)	(57)	(87)
少数股东权益	27	47	62	0	91
净利润	236	174	227	278	335
核心净利润	342	237	224	275	334
每股收益(人民币)	0.142	0.104	0.136	0.167	0.201
核心每股收益(人民币)	0.205	0.142	0.134	0.165	0.200
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.041	0.050	0.060
收入增长(%)	1	(12)	15	14	14
息税前利润增长(%)	(152)	(17)	(33)	(7)	52
息税折旧前利润增长(%)	(193)	(12)	(20)	(3)	28
每股收益增长(%)	(118)	(27)	31	22	21
核心每股收益增长(%)	(127)	(31)	(5)	23	22

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	385	333	347	334	512
折旧与摊销	238	232	243	248	253
净利息费用	148	83	(67)	(77)	(88)
运营资本变动	111	(82)	(235)	(595)	(280)
税金	(94)	(66)	(59)	(57)	(87)
其他经营现金流	97	243	(188)	(82)	(236)
经营活动产生的现金流	886	742	42	(228)	74
购买固定资产净值	(20)	(88)	20	20	20
投资减少/增加	3	154	(7)	(7)	0
其他投资现金流	(236)	342	(69)	(20)	(43)
投资活动产生的现金流	(253)	408	(56)	(7)	(23)
净增权益	0	0	(68)	(83)	(100)
净增债务	(441)	(78)	(1,433)	440	169
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(542)	(536)	697	(78)	(174)
融资活动产生的现金流	(983)	(587)	(751)	381	116
现金变动	(350)	563	(765)	146	166
期初现金	1,614	1,236	1,776	1,011	1,157
公司自由现金流	633	1,150	(15)	(236)	50
权益自由现金流	341	1,155	(1,515)	127	131

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,489	1,869	1,133	1,313	1,447
应收帐款	3,375	3,118	4,001	4,265	5,258
库存	994	843	1,122	1,208	1,495
其他流动资产	316	260	452	342	573
流动资产总计	6,175	6,091	6,707	7,128	8,773
固定资产	2,751	2,323	2,113	1,899	1,680
无形资产	308	220	206	192	179
其他长期资产	199	270	184	220	226
长期资产总计	3,258	2,812	2,504	2,311	2,085
总资产	10,419	9,662	9,979	10,134	11,519
应付帐款	1,021	789	1,353	1,048	1,747
短期债务	3,435	3,383	1,941	2,379	2,552
其他流动负债	553	299	575	452	688
流动负债总计	5,009	4,470	3,869	3,879	4,987
长期借款	299	0	199	166	122
其他长期负债	63	23	37	41	34
股本	1,667	1,667	1,667	1,667	1,667
储备	3,552	3,706	3,895	4,069	4,307
股东权益	5,219	5,374	5,562	5,737	5,974
少数股东权益	211	250	312	312	402
总负债及权益	10,419	9,662	9,979	10,134	11,519
每股帐面价值(人民币)	3.13	3.22	3.34	3.44	3.58
每股有形资产(人民币)	2.95	3.09	3.21	3.33	3.48
每股净负债/(现金)(人民币)	1.32	0.96	0.56	0.73	0.74

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.8	11.7	8.1	6.9	7.7
息税前利润率(%)	8.2	7.8	4.5	3.6	4.8
税前利润率(%)	5.8	5.7	5.2	4.3	5.8
净利率(%)	3.6	3.0	3.4	3.6	3.8
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.4	1.7	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	3.7	5.5	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	46.0	28.6	19.2	22.9	21.2
速动比率(倍)	1.0	1.2	1.4	1.5	1.5
估值					
市盈率(倍)	47.9	65.2	49.9	40.8	33.8
核心业务市盈率(倍)	33.1	47.8	50.5	41.2	33.9
市净率(倍)	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9
价格/现金流(倍)	12.8	15.3	272.4	(49.5)	154.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.4	22.4	26.9	28.3	22.1
周转率					
存货周转天数	71.3	72.6	68.5	70.8	70.6
应收帐款周转天数	191.4	202.7	192.8	195.6	197.0
应付帐款周转天数	57.1	56.5	58.0	56.8	57.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	4.6	3.3	4.1	4.9	5.7
资产收益率(%)	4.2	3.9	2.6	2.3	3.3
已运用资本收益率(%)	0.6	0.5	0.7	0.8	0.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371