

底部崛起，消费与高端制造齐飞

—— 医药行业2022中期投资策略

一、医药高端制造历史性底部，机遇卓越

当前时点强烈建议重点底部配置医药高端制造产业链，非新冠CXO成长股、科研服务、智能制造等方向。

- 高端制造外循环——非新冠CXO成长股，建议关注三个方向：分子砌块、药学服务、动物试验，关注药石科技、阳光诺和、百诚医药、药康生物等；
- 高端制造自主可控——科研服务与智能制造，建议关注键凯科技、百普赛斯，及智能制造国产替代的聚光科技、楚天科技、昌红科技、海泰新光、澳华内镜等。

二、中药大时代来临，政策支持持续催化

- 国企改革+股权激励双重加持的业绩兑现，建议关注同仁堂、华润三九、太极集团、达仁堂等；
- 新版基药目录调整后，有望通过纳入品种而持续受益的标的，建议关注太极集团、康缘药业等。

三、持续关注后疫情时代的消费复苏

- 消费服务边际复苏——首要关注肿瘤、医美消费、眼科消费服务，建议关注信邦制药、三星医疗、华东医药；
- 消费型器械——重点关注CGM赛道的放量机遇，建议关注三诺生物。
- 医院端消费复苏——血制品，建议关注派林生物、博雅生物。

风险提示：行业政策压力超预期；医药投融资不及预期；后疫情恢复不及预期。



01

高端制造：历史底部，机遇卓越

02

中医药大时代，政策支持持续催化

03

持续关注后疫情时代消费复苏

04

重点推荐公司

05

风险提示

CONTENTS

目录



01. 高端制造：历史底部，机遇卓越

➤ 高端制造：历史底部，机遇卓越

1、高端制造外循环——非新冠CXO成长股：（1）自2021Q3开始，相关公司由于新冠因素扰动、地缘政治摩擦加剧股市深度回调带来较大跌幅，对盈利不确定性的预期基本体现完毕，当前估值在历史低位；（2）各个经营指标开始逐步向好，疫情影响逐步消除；（3）上游成本稳住并有望逐步下降，人民币贬值增强国际竞争力，毛利率在Q1已经看到拐点，盈利预期有望持续转好，建议关注三个方向：分子砌块、药学服务、动物试验等细分赛道，如药石科技、阳光诺和、药康生物等。

2、高端制造自主可控——科研服务与智能制造：（1）主业收入均持续快速增长，且远期成长空间大，没有估值压制；（2）行业景气度通过持续业绩和订单得到证明；（3）当前估值性价比合适，企业都在向更高维度进化。其中生物试剂毛利持续在高位，国产替代逻辑从收入端可以看到持续兑现，智能制造相关标的如制药装备也能看出在手订单的持续增加，扣除去年同期新冠业务的影响，新签订单额有20%+增速，海外市场和全平台的打造拓展长期成长空间，当前估值性价比极高，远期成长空间大，建议关注键凯科技、百普赛斯、聚光科技、楚天科技、昌红科技等。

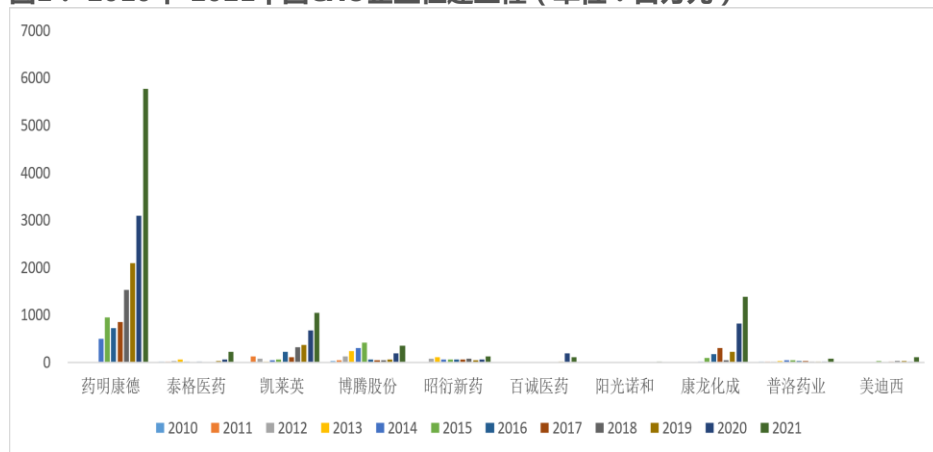
➤ 高端制造：历史底部，机遇卓越

1、高端制造外循环——非新冠CXO成长股

CXO板块Q2业绩靓丽，为财报验证期的较佳配置方向。根据已知公告，从2021年年底开始，辉瑞向药明康德、凯莱英、博腾等多家头部CXO企业多次下达大额订单，总订单金额预计过百亿，我们预计Q2会是订单交付收入确认的最高峰，助推CXO板块业绩更加靓丽，同时其他非新冠受益型CXO业绩也将在下半年逐步转好，因此我们看好CXO板块整体的表现。

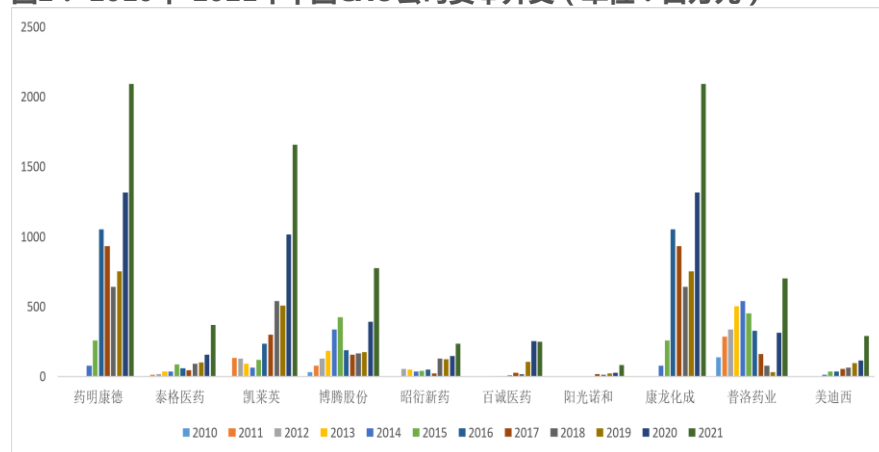
国内CXO企业2021年资本开支和在建工程加速明显，充足产能支撑未来高速增长。按增速来看，阳光诺和同比增长214%，位居首位；之后分别是：美迪西147%、泰格医药136%、普洛药业121%和博腾股份97%。2021年大部分国内CXO企业资本开支均呈现翻倍式增长，2020年同比增幅约67%，加速趋势非常明显，资本开支加速体现行业对未来高增长充满信心。

图1：2010年-2021中国CXO企业在建工程（单位：百万元）



资料来源：wind，Bloomberg，民生证券研究院

图2：2010年-2021年中国CXO公司资本开支（单位：百万元）



资料来源：wind，Bloomberg，民生证券研究院

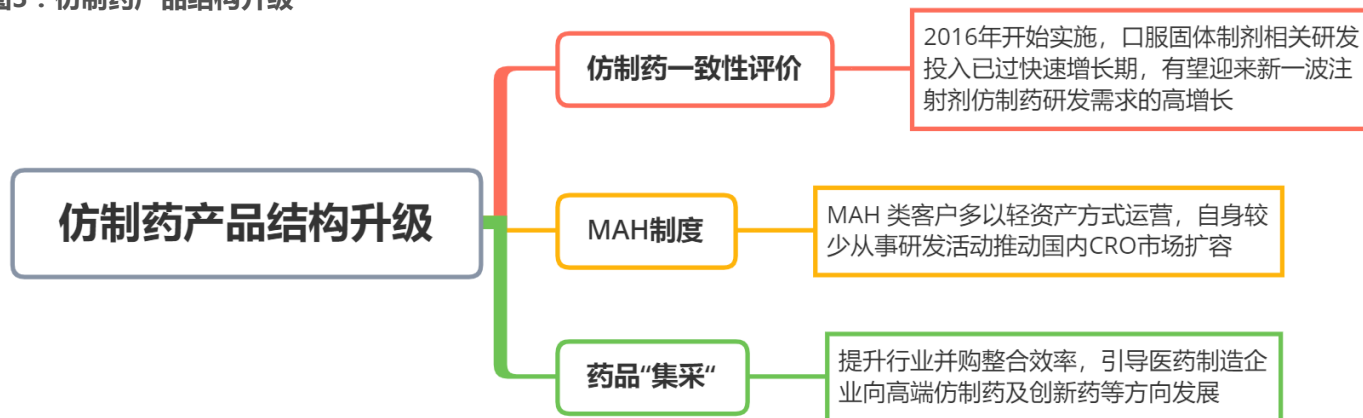
➤ 高端制造：历史底部，机遇卓越

1、高端制造外循环——非新冠CXO成长股

药学服务公司中报有望展现靓丽增长。

- **从收入规模来看**，目前“药学+临床”综合型 CRO 竞争格局较为分散，尚未形成绝对细分赛道龙头，各公司体量较小，渗透率有限，后续成长空间和潜力充足。
- **从在手订单看**，仿制药CRO处于高景气度。2021年百诚医药在手订单为8.93亿元，其中，新签订单为8.08亿元，同比增长165.26%；阳光诺和2021年新签订单9.29亿元，同比增长76.42%，累计存量订单15.68亿元；和泽医药2021年上半年在手订单为5.90亿元，充足的在手订单保障了收入增长的可持续性。
- **个股方面**：我们建议优先关注主营业务较纯，业绩稳定增长的**阳光诺和**和**百诚医药**；

图3：仿制药产品结构升级



资料来源：民生证券研究院整理

1、高端制造外循环——非新冠CXO成长股

CGT时代打开CDMO新成长空间，长期空间无需担忧

基因与细胞治疗时代打开行业新成长空间。以博腾生物举例，博腾生物作为专业从事细胞与基因治疗CDMO的平台，成立于2018年，立足于苏州工业园区，以上市公司-重庆博腾为依托，搭建了质粒、病毒载体和细胞治疗产品为一体的CDMO平台，提供从早期研究、研究者发起的临床试验、新药临床试验申请（IND）、注册临床试验样品和商业生产服务，加快药物研究转化进程。目前博腾生物发展势头良好，在手订单快速增长，给行业打开了新的成长空间。

图4：端到端基因与细胞治疗CDMO服务



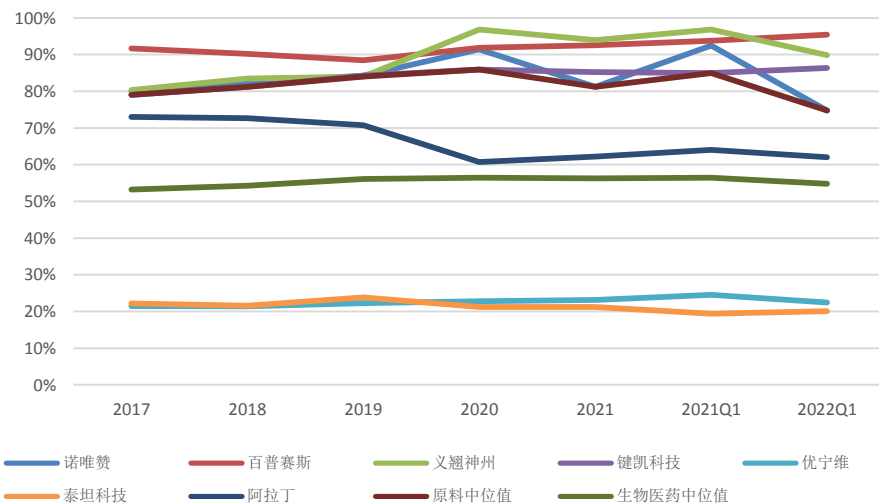
资料来源：民生证券研究院整理

2、生命科学&智能制造：景气度高涨，主营业务高速增长

（1）毛利率维持高位，竞争力强。从毛利率来看，7家生科链上游企业中有4家毛利率长期维持在80%及以上，且近两年毛利率水平仍有进一步提升趋势，其主营业务均为生物试剂，显示出较高的盈利能力，且随着规模效应进一步强化，毛利率仍有上升空间。

（2）全球化布局打开成长空间，从海外收入占比来看，7家上游企业中有3家海外收入占比长期维持50%以上，1家在2017-2021年完成了从无到14%的跨越，上游行业的全球化进程领先。

图5：2017-2022Q1，上游企业的毛利率中位值始终高于整体医药行业



资料来源：wind，民生证券研究院

表1：上游 5 家企业先后在海外成立了子公司

公司	时间	地区	子公司名称
诺唯赞	2021.9	美国	Vazyme International LLC
百普赛斯	2013.6	美国	ACRO BIOSYSTEMS INC.
	2017.9	美国	Sino Biological US Inc.
义翘神州	2019.2 (收购)	德国	Sino Biological Europe GmbH
优宁维	2018.7	美国	Delta Bioscience Inc.
键凯科技	2007.1	美国	JenKem Technology USA Inc.

资料来源：各公司招股书，年报，民生证券研究院

2、生命科学&智能制造：景气度高涨，主营业务高速增长

上游生物试剂公司大致分为新冠强相关股和弱相关股，强相关股有诺唯赞、百普赛斯、义翘神州和键凯科技，诺唯赞同时供应新冠核酸检测原料和检测试剂盒，百普赛斯的新冠检测相关收入较少，义翘神州提供新冠相关抗原、抗体等原料，键凯科技主要由于新冠疫情催化新应用场景，海外项目的增量提升明显。新冠疫情弱相关股有优宁维、泰坦科技和阿拉丁，三者共同点为主要面向科研端客户，此外泰坦科技和阿拉丁的主营业务中占比最高的均为化学品类，受益于全国化仓储物流网络优势，仍有望维持高增速。

表2：生命科学产业链上游重点标的收入端分析

营收：百万	2020	2021	同比	2021Q1	2022Q1	同比	详情分析
诺唯赞	1,564	1,869	19%	542	975	80%	新冠相关收入占比较高，2020、2021、2021Q1和2022Q1分别为77%、66%、75%和78%，受疫情扰动较大，常规收入仍保持超50%的增速
百普赛斯	246	385	56%	89	114	28%	新冠相关收入占比约1/3，主要用于新冠相关生物药的研发，受疫情扰动较小，常规收入仍保持超50%的同比增速
义翘神州	1,596	965	-40%	457	176	-61%	2020和2021年新冠相关收入占比分别为84%和63%，受疫情扰动较大，常规收入增速约40%
键凯科技	187	351	88%	70	101	44%	新冠疫情催化了PEG及衍生物的多场景应用，2021年公司的高收入增速主要在于海外项目激增
优宁维	849	1,110	31%	236	242	2%	主要面向科研客户，若疫情影响科研院校正常办公，则会对业绩产生不利影响
泰坦科技	1,384	2,164	56%	410	582	42%	同步发展科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材和实验室建设及科研信息化，维持高增速
阿拉丁	234	288	23%	63	92	47%	主营业务为生化试剂，辅以实验耗材等，2021年各项费用投入高，2022Q1收入端回报明显

资料来源：wind，民生证券研究院

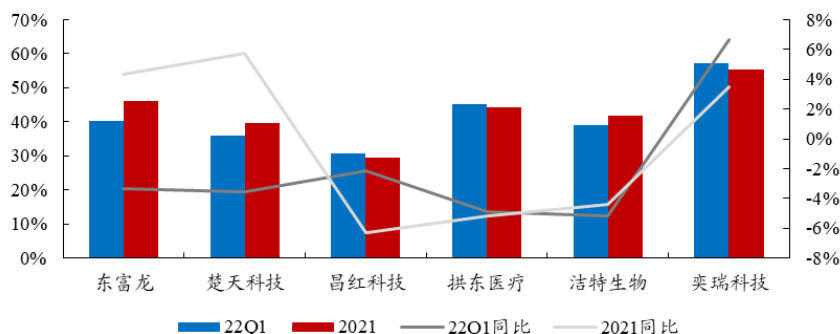
➤ 高端制造：历史底部，机遇卓越

2、生命科学&智能制造：景气度高涨，主营业务高速增长

2021年及2022一季度，高端制造行业各公司整体呈现稳定增长。东富龙、楚天科技、拱东医疗、奕瑞科技在高基数下还能延续2021年增长态势，一季度营收同比增加72.67%、20.14%、32.71%、46.27%，净利润同比增加91.44%、22.05%、19.77%、35.47%。

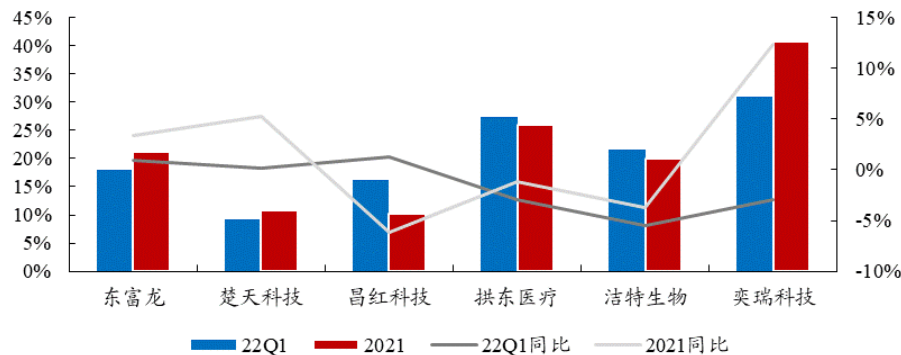
展望下半年，由于Q2受到疫情影响，部分公司业绩出现一定的预期下调，我们认为高端制造将显著环比改善，恢复至正常状态，继续看好高端制造的出口/ODM逻辑，长期成长空间大，值得重点关注。

图6：高端制造各公司营收呈现稳定增长



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

图7：高端制造各公司利润呈现稳定增长



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

02. 中医药大时代，政策支持持续催化

➤ 中医药大时代，政策支持持续催化

中医药大时代来临已经毋庸置疑，近几年陆续出台的多项政策，基本涵盖了中医药全产业链，从源头中药材种植到中药创新，到中药饮片配方颗粒的质量规范，再到基层中医诊疗服务的推广等各方面都有涉及，同时还通过医保定向支持中药的支付，因此我们认为中医药的大时代已经到来，看好中医药大行情的持续演绎，展望今年下半年，配方颗粒新国标的切换、基药目录和医保目录的调整可能成为点燃中医药行情的火把，建议关注以下两条主线：

- 1、国企改革+股权激励双重加持的业绩兑现，建议关注同仁堂、华润三九、太极集团、达仁堂等；
- 2、新版基药目录调整后，有望通过纳入品种而持续受益的标的，建议关注太极集团、康缘药业等；

➤ 中医药大时代，政策支持持续催化

多项国家级文件和行业协会的发展指南发布，大力支持中医药，政策推进行业快速发展，尤其是下半年的基药目录与医保目录调整。

表3：近年来国家级中医院政策梳理

时间	发文机关	政策	政策内容
2019.1	国务院	《促进中医药传承创新发展的实施意见》	开展中西医协同攻关建立综合医院、专科医院中西医会诊制度；强化中医思维培养，改革中医药院校教育；建立多学科融合的科研平台，完善中医药产学研一体化创新模式
2020.3	国家药监局	《中药饮片专项整治工作方案》	进一步规范中药饮片生产、经营、使用行为，不断提高中药饮片质量，严厉打击违法违规行为
2020.4	国家市场监督管理总局	《药品注册管理办法》	中药注册按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行分类。
2020.6	国务院	《抗击新冠肺炎疫情的中国行动》白皮书	中国全力救治患者、拯救生命，充分发挥中医药特色优势，中医药参与救治确诊病例的占比达到92%。不仅如此，中医药在世界抗击新冠肺炎中更是作出突出贡献。
2020.9	国家药监局	《中药注册分类及申报资料要求》	完善中药审评审批机制，促进中药新药研发和产业发展，为新时代中药传承创新发展指明了方向、提供了遵循
2020.12	国家药监局	《促进中医药传承创新发展的实施意见》	要促进中药守正创新；要健全符合中药特点的审评审批体系；要强化中药质量安全监管；推进中药监管体系和监管能力现代化；注重多方协调联动
2020.12	国家中医药管理局	《关于印发中医药康复服务能力提升工程实施方案（2021-2025年）》	充分发挥中医药在疾病康复中的重要作用，提高中医药康复服务能力和水平
2021.2	国务院	《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	遵循中医药发展规律，认真总结中医药防治新冠肺炎经验做法，破解存在的问题，更好发挥中医药特色和比较优势，推动中医药和西医药相互补充、协调发展
2021.5	商务部、国家中医药管理局等7部门联合印发	《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》	鼓励具备条件的公立机构基地先行先试设立国际医疗部，向境外人士提供中医医疗服务按特需医疗服务管理。鼓励公立机构基地通过特许经营等方式，以品牌、技术、人才、管理等优势资源与社会资本等开展合作，新建、托管、协作举办医养结合机构，为境外消费者提供多层次多元化的中医药康养服务。
2021.2	国家药监局等4部门联合印发	《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	计划将于今年11月正式实施，“限于二级及以上中医院使用”销售范围限制解除后，中药配方颗粒市场空间将有大幅提升空间。
2021.6	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务的通知》	实施中医药振兴发展重大工程。支持打造一批国家中医药传承创新中心、中西医协同“旗舰”医院、中医特色重点医院、国家中医疫病防治基地，实施名医堂工程，提升县级中医医院传染病防治能力。推进中医医院牵头组建医疗联合体。
2021.6	国家卫生健康委、国家中医药局、中央军委后勤保障部卫生局	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	进一步加强综合医院中医药工作、促进综合医院中西医协同发展。
2021.12	国家医疗保障局 国家中医药管理局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	符合条件的中医医药机构纳入医保定点，将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围

资料来源：中国政府网，国家药监局，民生证券研究院

➤ 中医药大时代，政策支持持续催化

根据我们统计，2020年开始多家中药上市公司出台股权激励和员工持股计划，业绩年增速要求集中在10-20%，彰显公司发展信心，行业发展速度得到保障，向上空间充分打开。

尤其是在当前大力发展中医诊疗的背景下，医院端用药意愿提升，叠加医保支持，整体中药公司的业绩中枢有望持续上行。

表4：中药上市公司股权激励计划

序号	公司	总数 (万股)	行权价格 (元/股)	业绩条件
1	中恒集团	4990	1.76	以2020年为基准，2022年EVA增长21%，2023年EVA增长33%，2024年EVA增长46%；以2020年为基准，2022年净利润增长16.6%，2023年净利润增长26%，2024年净利润增长36%；2022-2024年现金分红30%。
2	中新药业	493	7.2	以2018年为基准，2020年净利润增长9.7%，2021年净利润增长17.9%，2022年净利润增长27.1%；2020-2022年主营收占比92%；2020-2022年EPS分别达到0.8、0.86、0.92。
3	云南白药	1996	74.05	2020年ROE达到10%，2021ROE达到10.5%，2022年ROE达到11%；2020、2021、2022年现金分红40%。
4	信邦制药	8336	7.32	2021-2023年净利润分别为2.8亿、3.5亿、4.3亿。
5	健民集团	106	13.89	以2020年为基准，2021年净利润增长20%，2022年净利润增长44%，2023年净利润增长72.8%。
6	千金药业	1256	4.3	以2020年为基准，2022年营收增长30%，2023年营收增长50%，2024年营收增长75%；2022-2024年ROE达到12%；以上两个指标不低于行业均值。
7	华森制药	179	10.18	以2018年为基准，2019年营收增长11%，2020年营收增长22%，2021年营收增长33%。
8	华润三九	979	14.84	2022-2024年ROE分别为10.15%、10.16%、10.17%；以2020年为基准，2022-2024年归母扣非净利润增长10%，且不低于行业均值和对标企业75分位水平；2022年-2024年总资产周转率分别为0.69、0.70、0.72。
9	华神科技	1438	2.7	以2020年为基准，2021年净利润增长80%，2022年净利润增长130%，2023年净利润增长180%。
10	大唐药业	385	3.83	2020年为基数，2021年营业收入增长率不低于5%或2021年净利润值不低于5,200.00万元；2022年营业收入增长率不低于15%或2021-2022年两年累计净利润值不低于11,000.00万元；以2020年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于25%或2021-2023年三年累计净利润值不低于17,500.00万元
11	奇正藏药	14	16.8	以2020年为基准，2021年营收增长15%。以2021年为基准，2022年营收增长15%。
12	新天药业	317	8.75	目标A：以2020年为基准，2021年营收增长27%，2022年营收增长61%，2023年营收增长100%；目标B：以2020年为基准，2021年营收增长21.6%，2022年营收增长48.8%，2023年营收增长80%；目标C：以2020年为基准，2021年营收增长18.9%，2022年营收增长42.7%，2023年营收增长70%。
13	昆药集团	256	4.16	以2020年为基准，2021年净利润增长10%，2022年净利润增长21%，2023年净利润增长33%；2021-2023年现金分红占同年净利润30%。
14	易明医药	439	5.2	以2018年为基准，2019年营收增长30%，2020年营收增长60%，2021年营收增长90%。
15	江中药业	624	6.62	2022-2024年资本回报分别为12.74%、12.75%、12.76%；以2020年为基准，2022-2024年净利润年复合增长6%；2022-2024年R&D分别为2.96%、2.98%、3%
16	特一药业	400	14.22	以2020年为基准，2021年净利润增长170%，2022年净利润增长300%，2023年净利润增长450%。
17	羚锐制药	1372	4.78	以2020年为基准，2021年净利润增长20%，2022年净利润增长44%，2023年净利润增长65.6%。
18	贵州三力	354	7.5	业绩目标值分别为1.8亿、2.15亿、3.3亿。业绩触发值分别为1.71亿、2.04亿、3.13亿。
19	香雪制药	877	3.32	以2018年为基准，2019年净利润增长15%，2020年净利润增长32.25%，2021年净利润增长52.09%。
20	悦康药业	1300	10.97	以2021年为基准，2022年净利润增长30%，2023年净利润增长69%，2024年净利润增长119%；创新药，2022年IND申请2项，药品注册证书1项，2023年IND2项，NDA申请2项，2024年IND申请3项，NDA申请2项。
22	仁和药业	-	6.86	2021年净利润较2020年增长不低于10.00%（含10.00%），2022年净利润较2020年增长不低于20.00%（含20.00%）
23	天士力	-	22.3362	-
24	太极集团	-	12.3	-
26	桂林三金	-	6.84	2022年主营业务收入不低于192,495万元，2023年主营业务收入不低于212,472万元；或第一、第二解锁期累计主营业务收入达到404,967万元，亦视作全部完成

资料来源：中国人民政府网，药监局，公司官网，民生证券研究院

中医药大时代，政策支持持续催化

中医药产业链的标的齐全，上下游完整，战略性机遇充足，有望成为下一个容纳海量资金的潜力板块

图7：中医药产业链的标的

上游	中游				下游
中药材种植	中药饮片		中成药		中药消费市场
	传统中药饮片	中药配方颗粒	非注射剂	注射剂	药店及中医服务

资料来源：wind，民生证券研究院

03. 持续关注后疫情时代消费复苏

➤ 持续关注后疫情时代消费复苏

目前通过常态化核酸的普及，国内疫情已经基本得到控制，偶有散点零星式的出现不影响整体经济的复苏和社会的正常运行，近期第九版诊疗目录发布，对隔离管控的时间和地点都做出明确的防控，同时工信部取消通信行程卡的星号标记，因此我们认为后疫情时代要重点关注消费复苏的持续演绎，重点关注以下三条主线：

- 1、消费服务边际复苏——首要关注肿瘤、医美消费、眼科消费服务，建议关注信邦制药、三星医疗、华东医药；
- 2、消费型器械及国产替代空间大的刚需设备——重点关注CGM和内窥镜，建议关注三诺生物、海泰新光、澳华内镜。
- 3、医院端消费复苏——血制品，建议关注派林生物、博雅生物。

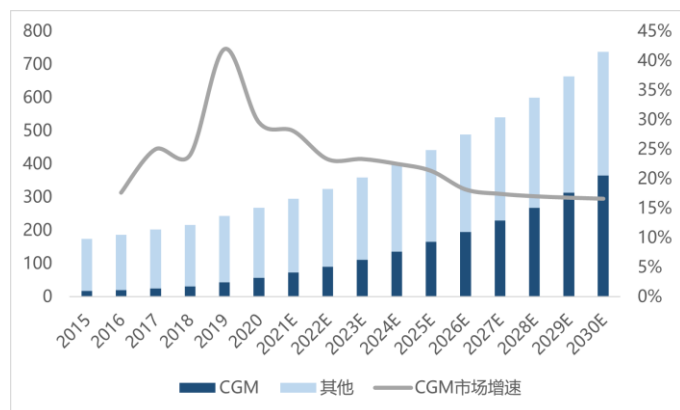
➤ 持续关注后疫情时代消费复苏

1、消费性器械—CGM

CGM为连续动态血糖监测，通过皮下微型电化学感应器，每5分钟测定一次血糖浓度，相比传统的采血血糖仪优势非常突出。2020年CGM全球市场规模达到57亿美元，占血糖监测市场的21.3%。根据灼识咨询预测，2021-2030年CGM行业将以17.5%的复合年增长率增长，增速大于行业平均值。

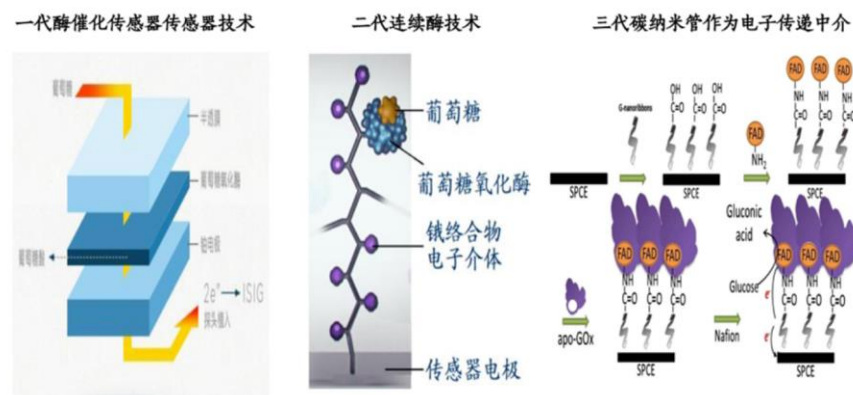
CGM传感器经历三次技术变革，代表公司分别为德康、雅培和三诺。第一代传感器以德康为代表，将O₂作为电子传递介质，将葡萄糖浓度转化为H₂O₂浓度，对外膜的要求高，生产成本也较高。第二代技术以雅培为代表，采用“连线酶（wired enzyme）”技术，将葡萄糖氧化过程中产生的电子通过钨络合物转递至碳电极，摆脱了杂质和O₂浓度的限制，同时生产成本较低。三代传感器技术以三诺生物的在研产品为代表，通过修饰葡萄糖氧化酶，使之直接具有电子传递的功能；该技术不依赖于电子传递介质，葡萄糖氧化效率高，以三诺生物为代表，预计三诺将于今年下半年完成国内临床，明年上半年完成海外临床，作为第三代技术的领军者，市场潜力巨大。

图8：全球CGM市场份额（亿美元）和增速



资料来源：未来智库，民生证券研究院

图9：CGM三代核心传感器技术示意图



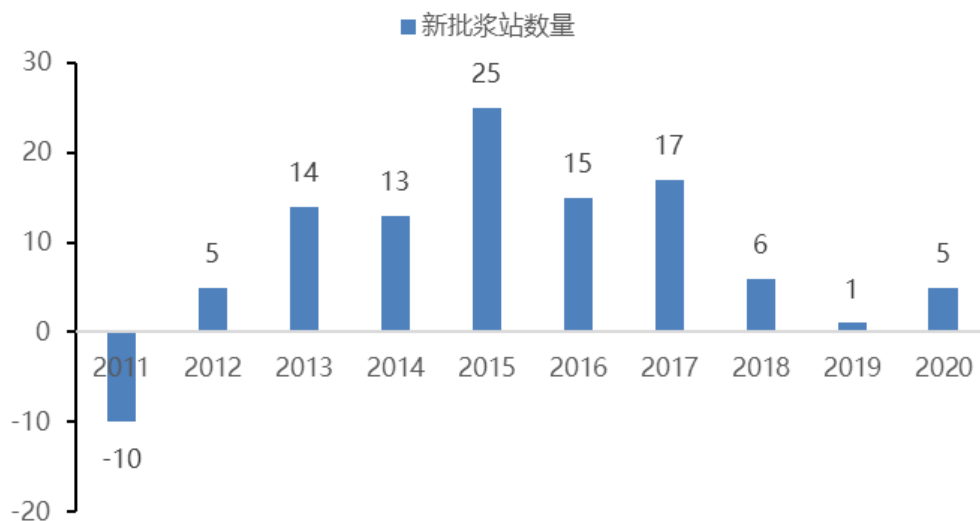
资料来源：智银资本，民生证券研究院

➤ 持续关注后疫情时代消费复苏

2、医院端消费复苏—血制品

- “十四五”期间新建浆站审批有望放开，采浆量有望大幅提高，利好头部企业。血制品的供给来自于单采浆站，单浆站数量直接决定了血浆的供应量，“十二五”、“十三五”期间，国家加强采供血机构管理，持续推进采供血机构标准化和规范化建设，各省份新增浆站数量有限。

图10：新批浆站数量（个）



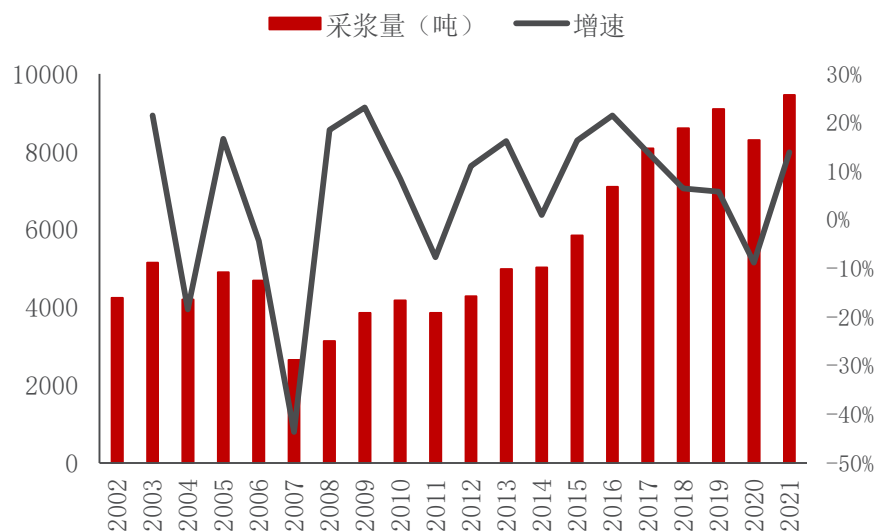
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

➤ 持续关注后疫情时代消费复苏

2、医院端消费复苏—血制品

- **血制品市场仍处于供不应求状态。**血制品依赖上游紧俏的原料血浆资源，派林生物2020年报披露，我国实际血浆需求量保守预计超过14000吨。2021年国内有血液制品企业31家，在采单采血浆站数量287家，国内采浆量约9455吨，较2020年增长约13.4%，较2019年增长约2.7%，占全球采浆量的16%左右。因此下游血制品市场需求仍旺盛，血制品市场仍处于供不应求状态，竞争格局较好。同时受新冠疫情影响，大众医疗意识提升，短期下游血制品市场需求有增无减。

图11：国内采浆量（吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

表5：内血制品企业采浆量（吨）和浆站数量

	2019年	2020年	2021年	浆站数量	备注
天坛生物	1706	1714	1809	82	
上海莱士	1230	1200	1280	41	
泰邦生物	1050	1100	1000+	18	
华兰生物	1000	1014	1000+	25	
派林生物	400	400	900	50	2022年采浆量达1000吨
卫光生物	400	382	447	8	
博雅生物	372	378	420	14	现有浆站2025年采集量预计650-700吨，十四五浆站数量拓展至30以上，采集量在1000吨以上
广东丹霞	305	73		17	目前库存血浆约400吨，现有产能300吨

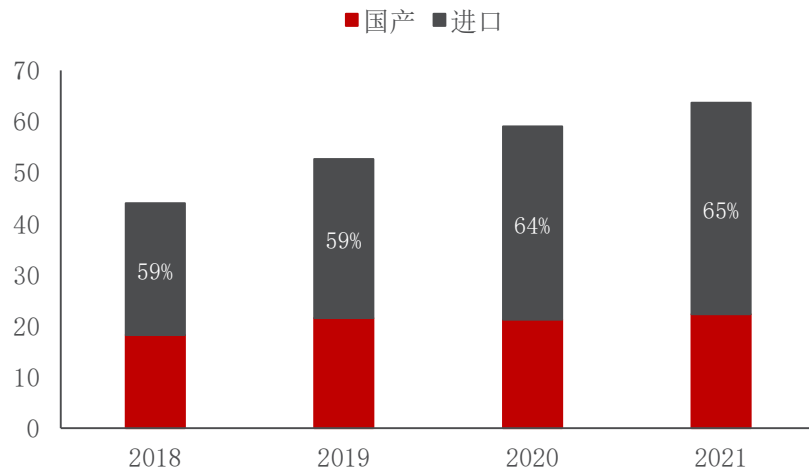
资料来源：各公司年报，民生证券研究院

➤ 持续关注后疫情时代消费复苏

2、医院端消费复苏—血制品

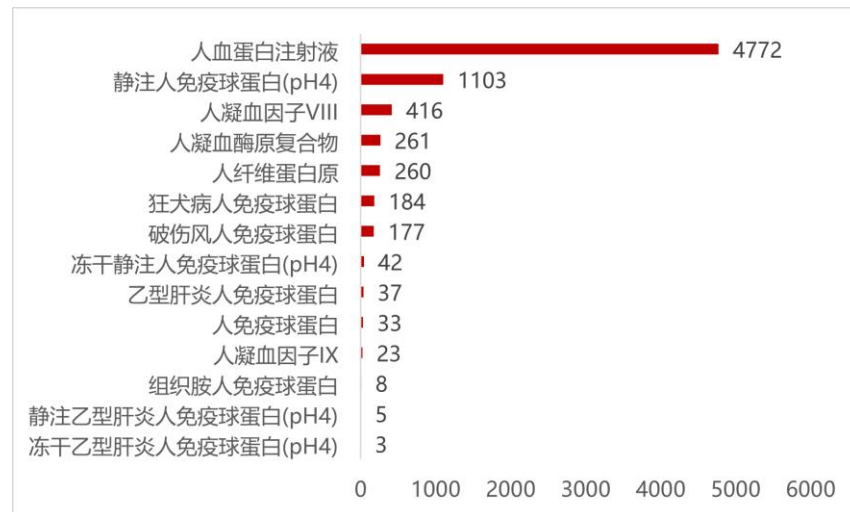
- **人血白蛋白国产替代空间大，后疫情时代国产力量有望恢复。**人血白蛋白是国内血制品中最大的销售品种，也是目前允许进口的血制品。2021年人血白蛋白批签发量为6367万瓶，进口和国产的占比分别为65.0%和35.0%，国内市场的供给仍以进口为主，有较大的国产替代空间。

图12：人血白蛋白批签发（百万瓶）及进口产品百分比



资料来源：中检院，兴科蓉医药年报，民生证券研究院

图13：国内血制品批签发数



资料来源：中检院，医药魔方，民生证券研究院

➤ 持续关注后疫情时代消费复苏

2、医院端消费复苏—血制品

- **静丙长期出口空间打开，有望享受海外市场量价齐升。**1) 海外市场方面静丙获批适应症多，使用量巨大。海外静丙使用主要为神经疾病、过敏、免疫类疾病、血液病和肿瘤等，覆盖的科室及适应症较多。我国静丙主要用途是增强免疫力，获批的适应症包括原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷病、自身免疫性疾病，覆盖的科室及适应症较少。目前我国人均静丙使用量较低，仅约为 20.3g/千人，而根据 statista 数据，2017 年澳大利亚、美国、加拿大的静丙使用量均超过了 200g/千人，是我国用量的10倍以上。
- **2) 海外静丙售价显著高于国内，静丙出口从零到有。**与国内价格相比，欧美等海外国家静丙价格显著高于中国，即使东南亚等发展中国家的静丙价格也高于对应的同规格国内静丙价格。2020年新冠疫情以来，国内企业开始逐渐抓住应急供应需求，首次实现静丙的对外出口，根据派林生物公告，公司已在东南亚、南美洲及中东部分国家实现多种产品海外出口销售（以静丙为主），2022年Q1的海外出口销售收入已超过2021年全年（0.18亿元）。

表6：2017年海外静丙使用量

国家	使用量 (g/千人)
澳大利亚	275.1
美国	247.6
加拿大	232.6
法国	165.4
英国	113.4
德国	104.5

资料来源：statista，民生证券研究院

表7：海外静丙价格对比（2.5g/瓶）

国家	价格 (元/瓶)
中国	620
美国	1300
英国	800
印度	250

资料来源：CMS，medindia，民生证券研究院

04. 重点推荐公司

- **生物制药上游市场空间广阔，国产制药装备龙头引领发展。**2021年生物制药上游设备耗材全球市场规模约300亿美元，国内市场约500亿元，国产化率约15%。国产替代空间广阔。东富龙厚积薄发，生物工程与耗材进入放量阶段，市占率约10%。在手订单与合同负债彰显公司业绩增长势能强劲。
- **生物制药流程前端布局，数智化加强整体解决方案交付能力，国产化助力药企成本降低。**东富龙致力于打造制药系统解决方案，向设备耗材以及工程领域全方向发展，提供整体解决方案。对于500L规模反应器，设备价格下降50%则单抗生产成本下降30%；对于15000L规模，下降幅度约24%。制药装备的国产替代将有效促进我国生物医药产业健康发展。数智化系统和设备工艺配套增强整体解决方案交付能力，增强和国际供应商的竞争力。
- **生物制药生产链条长、壁垒高、迭代快、周期性弱。**国内生物制药行业高速发展打开国内生物制药设备市场空间，生物制药装备相较于化药装备品类多，链条长，行业周期属性明显减弱，国产化替代意愿强劲。公司厚积薄发，实施M+E+C战略全品类布局，从单机向系统、工程、总体解决方案逐步过渡，在不锈钢反应器、一次性反应器及耗材等多个品类快速放量，订单增长可持续性较强，布局CGT领域奠定中长期增长，有望通过产品管线持续丰富打开成长天花板，保持业绩稳定增长。
- **投资建议：**公司作为国产制药装备龙头，致力于成为药物制造科学领域的国际一流供应商，在生物制药和CGT领域有望实现订单持续增长，实现归母净利润10.73、13.29、16.24亿元，分别同比增长29.7%、23.8%、22.2%，分别对应PE为20、16、13倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**国产替代和海外业务拓展不及预期、疫情持续时间超预期。

表8：东富龙盈利预测与估值

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,192	5,443	6,744	8,393
增长率（%）	54.8	29.8	23.9	24.5
归属母公司股东净利润（百万元）	828	1,073	1,329	1,624
增长率（%）	78.6	29.7	23.8	22.2
每股收益（元）	1.30	1.69	2.09	2.56
PE	25	20	16	13
PB	4.9	4.1	3.2	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年7月1日收盘价）

东富龙财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,192	5,443	6,744	8,393
营业成本	2,260	3,030	3,680	4,521
营业税金及附加	17	22	27	34
销售费用	194	272	337	420
管理费用	374	490	674	923
研发费用	285	435	539	671
EBIT	967	1,194	1,485	1,824
财务费用	-8	-40	-42	-43
资产减值损失	-40	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	1,016	1,234	1,527	1,867
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	1,020	1,234	1,527	1,867
所得税	133	160	199	243
净利润	886	1,073	1,329	1,624
归属于母公司净利润	828	1,073	1,329	1,624
EBITDA	1,016	1,222	1,514	1,853

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,451	2,812	6,535	7,844
应收账款及票据	895	900	950	1,000
预付款项	207	250	305	370
存货	3,198	5,000	3,000	5,000
其他流动资产	1,718	1,698	1,728	1,768
流动资产合计	8,469	10,659	12,518	15,982
长期股权投资	93	93	93	93
固定资产	353	324	296	267
无形资产	154	154	154	154
非流动资产合计	1,271	1,293	1,314	1,336
资产合计	9,740	11,952	13,832	17,317
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	911	1,100	900	1,400
其他流动负债	4,283	5,478	6,229	7,590
流动负债合计	5,194	6,578	7,129	8,990
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	67	67	67	67
非流动负债合计	67	67	67	67
负债合计	5,262	6,645	7,196	9,058
股本	628	628	628	628
少数股东权益	156	156	156	156
股东权益合计	4,478	5,307	6,635	8,260
负债和股东权益合计	9,740	11,952	13,832	17,317

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	54.83	29.82	23.91	24.46
EBIT增长率	85.50	23.41	24.44	22.81
净利润增长率	78.59	29.65	23.81	22.25
盈利能力 (%)				
毛利率	46.10	44.33	45.42	46.13
净利率	19.74	19.72	19.70	19.35
总资产收益率ROA	8.50	8.98	9.61	9.38
净资产收益率ROE	19.15	20.84	20.51	20.05
偿债能力				
流动比率	1.63	1.62	1.76	1.78
速动比率	0.92	0.77	1.24	1.14
现金比率	0.47	0.43	0.92	0.87
资产负债率 (%)	54.02	55.60	52.03	52.30
经营效率				
应收账款周转天数	61.56	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	388.97	297.05	391.26	318.49
总资产周转率	0.51	0.50	0.52	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	1.30	1.69	2.09	2.56
每股净资产	6.80	8.11	10.20	12.75
每股经营现金流	2.15	1.03	5.94	2.14
每股股利	0.39	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	25	20	16	13
PB	4.9	4.1	3.2	2.6
EV/EBITDA	18.29	14.91	9.57	7.12
股息收益率 (%)	1.17	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	886	1,073	1,329	1,624
折旧和摊销	49	29	29	29
营运资金变动	383	-447	2,416	-294
经营活动现金流	1,369	655	3,773	1,359
资本开支	-454	-40	-40	-40
投资	7	0	0	0
投资活动现金流	-446	-50	-50	-50
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2	0	0	0
筹资活动现金流	-209	-245	0	0
现金净流量	686	360	3,723	1,309

- **制药装备市场空间广阔，国产替代空间可期。**无菌注射剂等设备，国产化率相对较高，但在相对前沿的生物工程方面，国内目前仍以进口产品为主，部分关键耗材，国内仍处于起步突破期。当前国际形势下，上游领域自主可控重要性空前重要，国产替代进入加速阶段。
- **公司加速国际化和业务结构变化，生物工程成为公司新的增长点。**公司坚持一横一纵一平台的发展战略，致力于成长为智能化、平台化的制药装备头部企业。公司积极开拓海外业务，在2022年扩展海外业务，组建海外销售团队，并在重点地区建立销售公司。公司并购德国 Romaco 后获得海外成熟销售平台，全球化布局具备前瞻性。在四、五期生产基地及海外新产线投放后，预计未来 Romaco 收入将保持稳健增长，内生海外业务收入有望实现快速增长。公司成立楚天思优特、楚天微球等子公司，加速完善生物工程板块布局，有望在新一轮国内生物制药崛起的进程中实现弯道超车，成为国际一流的生物制药解决方案提供商。
- **投资建议：**公司作为国产制药装备龙头，积极扩展海外业务、规划产能实现业务增长。在新生产基地及海外新生产业务投放后，公司有望实现新的业务增量，全面成为全球化运营生物医药上游企业，预计2022-2024年有望实现归母净利润7.03，8.51，10.61亿元，分别同比增长24.1%、21.1%、24.7%，对应PE分别为15、12、10倍，首次覆盖，给予“推荐”评级
- **风险提示：**上游原材料提价风险；新产品研发不达预期；海外市场扩展不及预期；行业竞争加剧等。

表9：楚天科技盈利预测与估值

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,260	6,636	7,945	9,548
增长率（%）	47.1	26.2	19.7	20.2
归属母公司股东净利润（百万元）	566	703	851	1,061
增长率（%）	182.5	24.1	21.1	24.7
每股收益（元）	0.98	1.22	1.48	1.85
PE	18	15	12	10
PB	2.9	2.4	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年7月1日收盘价）

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,260	6,636	7,945	9,548
营业成本	3,173	3,954	4,687	5,577
营业税金及附加	34	43	52	62
销售费用	665	796	953	1,146
管理费用	351	465	596	716
研发费用	466	564	675	812
EBIT	630	814	982	1,236
财务费用	14	15	15	30
资产减值损失	-18	0	0	0
投资收益	13	0	0	0
营业利润	646	799	967	1,206
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	641	799	967	1,206
所得税	69	96	116	145
净利润	572	703	851	1,061
归属于母公司净利润	566	703	851	1,061
EBITDA	831	878	1,049	1,307

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,555	2,259	3,019	4,327
应收账款及票据	733	1,132	1,075	1,577
预付款项	165	198	234	279
存货	2,940	2,420	3,933	3,626
其他流动资产	1,164	1,323	1,491	1,705
流动资产合计	6,557	7,331	9,753	11,514
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,316	1,352	1,384	1,414
无形资产	835	835	835	835
非流动资产合计	3,391	3,426	3,459	3,488
资产合计	9,948	10,757	13,212	15,003
短期借款	98	98	98	98
应付账款及票据	1,945	1,701	2,621	2,522
其他流动负债	3,575	3,995	4,678	5,508
流动负债合计	5,619	5,795	7,398	8,128
长期借款	143	143	143	143
其他长期负债	506	506	506	506
非流动负债合计	648	648	648	648
负债合计	6,268	6,443	8,046	8,776
股本	575	575	575	575
少数股东权益	88	88	88	88
股东权益合计	3,681	4,314	5,165	6,227
负债和股东权益合计	9,948	10,757	13,212	15,003

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	47.08	26.16	19.73	20.18
EBIT增长率	126.47	29.25	20.66	25.90
净利润增长率	182.45	24.09	21.05	24.75
盈利能力 (%)				
毛利率	39.68	40.41	41.01	41.60
净利率	10.77	10.59	10.71	11.12
总资产收益率ROA	5.69	6.53	6.44	7.07
净资产收益率ROE	15.77	16.63	16.76	17.29
偿债能力				
流动比率	1.17	1.27	1.32	1.42
速动比率	0.45	0.63	0.59	0.77
现金比率	0.28	0.39	0.41	0.53
资产负债率 (%)	63.00	59.89	60.90	58.50
经营效率				
应收账款周转天数	50.68	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	244.73	244.00	244.00	244.00
总资产周转率	0.62	0.64	0.66	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.98	1.22	1.48	1.85
每股净资产	6.25	7.35	8.83	10.67
每股经营现金流	2.78	1.52	1.50	2.45
每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	18	15	12	10
PB	2.9	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	10.91	9.53	7.25	4.82
股息收益率 (%)	0.67	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	572	703	851	1,061
折旧和摊销	202	65	68	71
营运资金变动	873	105	-58	276
经营活动现金流	1,601	872	860	1,408
资本开支	-512	-100	-100	-100
投资	-276	0	0	0
投资活动现金流	-768	-100	-100	-100
股权募资	329	0	0	0
债务募资	-630	0	0	0
筹资活动现金流	-212	-69	0	0
现金净流量	607	703	760	1,308

05. 风险提示



风险提示

- 1) **行业政策压力超预期风险。**政策风险是指政府有关市场的政策发生重大变化或是有重要的举措、法规出台，引起市场的波动，从而给行业发展带来风险。如果政策引导行业发展超预期，将带来公司经营和基本面的改变。
- 2) **医药投融资数据不及预期。**投融资环境将直接影响公司经营和发展，如果行业投融资景气度下滑，将导致行业的景气度降低，从而影响各细分赛道发展。
- 3) **后疫情恢复不及预期。**疫情将影响进出口贸易，医药公司海外营收占比较高，疫情恢复不及预期将会直接影响医药公司的营业收入和利润。

THANKS 致谢



分析师：周超泽

执业证号：S0100521110005

电话：021-80508866

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。