

中信证券研究部



陈竹
首席医疗健康产业
分析师
S1010516100003



刘泽序
首席药品行业分析师
S1010518060001



孙晓晖
医疗健康分析师
S1010518110003



宋硕
医疗健康分析师
S1010520120001



沈睦钧
医疗健康分析师
S1010521010006



核心观点



联系人：韩世通



联系人：朱奕彰

经历了不平凡的 2020 年，疫情的洗礼下医药板块从 2021Q1 开始，进入了强势复苏阶段，国内强大的刚需性，进口替代和产业升级，将为推动 A 股生物医药领域发展提供强劲的动力。同时伴随着医保政策调整方向和趋势的逐渐明朗以及注册制下越来越多的新股涌现，A 股生物医药板块从 2021 年初开始进入分化调整期，抱团度较高的高估值龙头个股开始逐渐分化，医药投资进入了百花齐放的新时期，在瞄准优质赛道的同时，精选个股，将是 2021 年下半年生物医药板块投资的关键。

■ **后疫情时代医药行业加速恢复，机构持仓环比提升。**2020 年，医药板块上市公司营业收入同比+6.2%，较 2019 年增速（+13.7%）有所放缓，净利润同比 26.9%，较 2019 年（+12.9%）有所提升。2020 年利润端增速高于收入端。受 2020 年新冠疫情影响，医药细分板块差异较大，总体来看，与疫情相关的板块（疫苗、ICL、医疗器械之抗疫品种）景气度较高。2021Q1，医药板块上市公司收入、净利润同比+29.2%、+73.0%，医药行业整体实现恢复性增长。截至 2021 年一季度末，全部基金医药股持仓占比为 12.65%，同比下降 2.23 个百分点，环比上升 0.22 个百分点。

■ **创新研发迎来爆发期，迈向国际化的星辰大海。**1) 化药带量采购常态化，创新研发系核心竞争要素；2) 创新药行业利好政策频出，极大鼓励创新药企发展。国家医保目录加快纳入新上市药品，创新药享受政策红利；3) 国内获批创新药呈爆发式增长，放量迅速；4) 我国创新药正向更高层次的 first-in-class 转变，部分国产创新药临床疗效不输进口药物，国产创新水平达到新阶段；5) 国内药企多个创新药海外权益转让，研发实力国际认可。

■ **医疗器械在新机制下再平衡，高景气下有分化。**医疗新基建下，我国医疗器械行业将保持高景气，但更重要的是在国内医疗器械招采和支付政策革新背景下，真正具有临床价值的产品将受到青睐，这样引发医疗器械行业内部的高度分化，我们建议投资者重点关注国际化、国产化、新诊疗、新消费四大主线。

■ **CXO--创新研发的卖水者，行业持续高景气。**1) 充分享受研发创新红利，CRO/CDMO 等医药外包服务行业景气度持续上升；2) 海外疫情的爆发加速了产业链转移，CDMO 公司扩产更加积极，临床前 CRO 公司的高速增长，临床前项目需求有望继续传导到临床 CRO 和 CDMO 公司的后期阶段项目；3) 新技术需求爆发式增长的驱动下，CDMO 行业的远期外包率和龙头市占率天花板有望随之提升；4) 中国科研经费，特别是在生物医药和新材料等领域的持续增长，将带动市场对科研实验用品需求的增加，预计科学服务行业市场将进一步扩容。

■ **后疫情时代疫苗有望迎来黄金发展十年。**1) 疫苗行业是医药行业的一个细分子赛道，其竞争门槛高，产品审批严格，伴随着人口老龄化、新冠疫情催化及大众健康意识觉醒，其未来业绩确定性较强；2) 2016 及 2018 年，我国相继爆发了两起重大疫苗安全事故，带来疫苗行业监管体系的迅速严格化与完善化。《疫苗管理法》将开启中国疫苗新时代，竞争优势向龙头倾斜；3) 新冠病毒类流感化概率高，我们预计全球 2021 年新冠疫苗销售额有望破五百亿美元，新冠疫苗国内销售额规模有望达千亿级别。

■ **液体活检和肿瘤早筛—千亿级癌症检测蓝海。**当前时点，看好中国液体活检行业，主要有以下四方面原因：① 中国庞大的 3000 万癌症患者人群催生巨大的癌症治疗市场；② 癌症早筛（提高 5-7 倍生存率）和精准肿瘤学创造了持续的液体活检需求；③ NGS 测序价格的降低（全基因组 600 美元以下）加速液体活检的临床应用；④ 全行业仍然处于起步阶段，我们预计中国潜在市场规模为千亿级别（2025 年）。

■ **疫情影响逐渐消除，2021 年血制品行业有望恢复稳定增长。**2020 年国内血制品企业采浆受疫情影响较 2019 年下降 8-9%左右，我们认为国内厂家血浆阶段性供给紧张持续至 2021Q1（之后有望逐步恢复），而海外疫情对进口企业采浆的影响传导至国内，则于 2021Q1 逐步显现；需求端随着国内疫情基本控制，行业终端需求有望恢复至 10%-15%的增速，供需格局改善下景气度有望持续提高。我们认为 2021 年

国内血制品企业随着采浆缺口的影响逐渐消除，供给将恢复正常，替代进口量将显著增加，血制品行业有望恢复稳定增长。

- **零售板块渠道价值进一步凸显，成长性持续兑现。**1) 药店零售端渠道价值在集采扩面等政策推进下重要性日益显现；2) 疫情催化互联网+政策密集出台，医保线上支付助力处方外流加速；3) 行业规范性政策正在持续推进，集中度有望进一步提升；4) 龙头规模优势不断体现，业绩增长持续兑现。
- **医疗服务景气度提升，长期上行空间显著。**1) 医疗消费升级叠加人口老龄化拉动行业需求；2) 医疗服务行业赛道景气度高，行业成长属性强；3) 医改政策影响持续发酵，民营专科领域蓬勃发展；4) 民营专科有望受益于公立医院薪酬绩效改革措施；5) 我国 ICL 行业处于发展初期，疫情及 DRGs 政策推动其加速增长。
- **风险因素：**带量采购政策执行进度与力度超预期；一级市场生物制药企业融资热度下降；高值耗材治理力度超预期；创新药临床研发失败。
- **投资策略。建议关注：**1) 研发管线丰富的龙头药企恒瑞医药、复星医药等；2) 直接受益创新审评和进口替代的国产中高端医疗器械龙头迈瑞医疗、大博医疗、安图生物和消费级医疗器械三诺生物等；3) “卖水者”逻辑下的药明康德、泰格医药、凯莱英、九洲药业、泰坦科技和山东药玻等；4) 医疗服务及商业药店领域的爱尔眼科、上海医药、老百姓、益丰药房、大参林和一心堂等；5) 精准医疗大发展下的金域医学、艾德生物、华大基因等；6) 疫苗产业链上的智飞生物、康希诺、康泰生物、华兰生物等；7) 消费升级趋势下的大健康消费龙头企业云南白药、片仔癀等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价	EPS				PE				评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
复星医药	63.50	1.43	1.70	2.00	2.34	44.41	37.35	31.75	27.14	买入
恒瑞医药	82.17	1.19	1.47	1.76	2.11	69.05	55.90	46.69	38.94	买入
迈瑞医疗	480.60	5.48	6.58	8.02	9.68	87.70	73.04	59.93	49.65	买入
乐普医疗	31.73	1.00	1.32	1.59	1.93	31.73	24.04	19.96	16.44	买入
药明康德	163.41	1.21	1.70	2.21	2.94	135.05	96.12	73.94	55.58	买入
凯莱英	361.00	2.98	4.12	5.47	7.27	121.14	87.62	66.00	49.66	买入
金域医学	147.20	3.26	3.27	3.33	3.50	45.15	45.02	44.20	42.06	买入
爱尔眼科	79.69	0.42	0.55	0.74	0.96	189.74	144.89	107.69	83.01	买入
智飞生物	198.05	2.06	2.96	4.11	5.16	96.14	66.91	48.19	38.38	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

目录

投资聚焦	1
板块回顾：行业强势复苏，基金医药持仓维持高水平	3
2020&2021 业绩总结：后疫情时代医药行业加速恢复	3
细分领域经营表现：新冠疫情影响，医药细分板块差异较大	4
基金持仓：持仓环比提升，龙头企业备受青睐	14
创新药篇：创新研发迎来爆发期，迈向国际化的星辰大海	17
化药带量采购常态化，创新研发系核心竞争要素	17
医保谈判结果鼓励创新，政策红利逐渐落地	19
创新药行业迎来黄金发展期，迈向国际化的星辰大海	21
医疗器械篇：新机制下再平衡，高景气下有分化	26
政策：新基建+诊疗恢复开启景气周期，改革深化带来板块分化	26
器械投资思路：国际化、国产化、新诊疗、新消费	31
CXO 篇：创新研发的卖水者，行业持续高景气	34
医药健康投融资额持续向上，CXO 行业持续高景气	34
后疫情时代国内 CXO 加强全球产业化扩张和整合，国际化发展加速推进	36
科研支出高保持速增长，科学服务行业方兴未艾	39
疫苗篇：后疫情时代有望迎黄金发展十年	41
液体活检和肿瘤早筛篇：千亿级癌症检测蓝海	46
血制品篇：疫情影响逐渐消除，2021 年行业有望恢复稳定增长	49
供给端：预计国内采浆缺口影响逐渐消除，进口供给紧张持续显现	49
需求端：血制品刚需属性明显，疫情加速行业库存出清	51
医药零售篇：院外渠道价值进一步凸显，成长性持续兑现	54
医疗服务篇：景气度提升，长期上行空间显著	55
风险因素	59
行业投资策略	60
重点公司分析	63

插图目录

图 1：2013Q1-2021Q1 医药板块的基金持仓情况	15
图 2：2021Q1 部分个股及医药板块整体配置基金的投资类型	17
图 3：第一二三四批带量采购中选品种中注射剂占比情况	19
图 4：历年医保谈判情况	20
图 5：医保目录调整流程	20
图 6：2014-2019 年国产 1 类化学创新药注册申请情况	21
图 7：中国相较于 FDA 和 EMA 的药品审评滞后期	21
图 8：中国进口/国产获批创新药数量对比	22
图 9：国产创新药临床开展项目数量	22
图 10：美国创新药与仿制药销售额占比	23
图 11：2019 年、2025 年中国终端药品创新药市场规模测算	23
图 12：我国在研免疫治疗药物概览	23
图 13：2019 年全球肿瘤 I 期临床研究数量	23
图 14：医疗器械改革进入深水区，关注招采和支付端	28
图 15：国产高端医疗器械陆续通过创新器械特别审批通道获批	28
图 16：2015-2019 我国创伤类植入器械市场规模及增速	30
图 17：我国骨科植入性医疗器械主要类别市场份额（2019 年）	30
图 18：我国骨科创伤耗材国产进口格局（2018 年）	30
图 19：第七次全国人口普查年龄构成情况	30
图 20：我国骨科龙头企业毛利率情况（2020 年）	31
图 21：我国骨科龙头企业研发投入与研发费用率情况（2020 年）	31
图 22：医药外包服务贯穿新药研发价值链	34
图 23：全球医疗健康领域融资额	35
图 24：中国医疗健康领域融资额	35
图 25：FDA 新药获批数量	35
图 26：全球医药研发持续投入	35
图 27：中国部分小分子创新药 CDMO 企业业务收入	36
图 28：2020 年主要 CXO 企业收入增速	37
图 29：2020 年主要 CXO 企业净利润增速	37
图 30：国内外主要 CXO 企业 2021、2022 年预测市盈率	37
图 31：全球科学服务市场空间广阔（德国默克数据）	39
图 32：2018 年全球主要国家研发支出	40
图 33：2018 年全球主要国家研发投入强度(占 GDP 比例)	40
图 34：国内科学服务市场分类（第三方数据）	40
图 35：2019 年中国疫苗市场规模约 311 亿元	42
图 36：中国疫苗市场二类疫苗占比近 90%（按销售额计算）	42
图 37：2018 年中国前十大疫苗公司市场份额	42
图 38：超过一半以上国内企业仅能生产一种疫苗产品	43
图 39：中美疫苗接种谱具有较大差异	44
图 40：《疫苗管理法》出台将加速行业整合，提高准入门槛，利好优势企业	45
图 41：液体活检技术的发展历程	47
图 42：中国液体活检市场规模	47
图 43：癌症液体活检的产业链	48

图 44: 国产人血白蛋白总批签发量	50
图 45: 进口人血白蛋白总批签发量	50
图 46: CSL 2019 及 2020 年采浆情况	51
图 47: 样本医院血制品合计销售额	51
图 48: 样本医院人血白蛋白销售额	51
图 49: 样本医院静注人免疫球蛋白销售额	52
图 50: 国内主要血制品价格走势	52
图 51: 北美白蛋白月销量	52
图 52: 北美静丙月销量	52
图 53: 国产白蛋白料将阶段性进入价格上涨通道, 迎来进口替代良机	53
图 54: 2010 年至今我国卫生总费用 CAGR 达 14.04%	56
图 55: 近年来公立医院检查、手术费用增速持续快于药品增速	56
图 56: 公立医院检查收入及增速	58
图 57: 国内 ICL 数量及增速	58
图 58: 国内 ICL 市场规模及增速	58
图 59: 我国和欧美 ICL 行业渗透率对比	59

表格目录

表 1: 2020 年及 2021 年一季度医药行业各子领域收入情况	3
表 2: 2020 年及 2021 年一季度医药行业各子领域净利润情况	4
表 3: pharma 板块主要财务指标情况	4
表 4: biotech 板块主要财务指标	5
表 5: 医疗器械之抗疫品种板块主要财务指标	6
表 6: 抗疫品种细分板块主要盈利指标	6
表 7: 医疗器械之常规品种板块主要财务指标情况	7
表 8: 常规品种细分板块主要收入盈利指标	8
表 9: CRO 板块主要财务指标情况	9
表 10: CDMO 板块主要财务指标情况	10
表 11: 科学服务板块主要财务指标情况	11
表 12: 疫苗板块主要财务指标情况	11
表 13: 血制品板块主要财务指标情况	12
表 14: 医疗服务板块主要财务指标情况	13
表 15: 医药零售板块主要财务指标情况	13
表 16: ICL 板块主要财务指标情况	14
表 17: 2021 年一季度医药持仓市值前 20	15
表 18: 2021 年一季度末持仓市值增/减持前 10	16
表 19: 四次带量采购政策及拟中选情况比较	17
表 20: 国产 PD-1 产品销售情况	22
表 21: 特瑞普利单抗二线治疗尿路上皮癌临床疗效与同类药对比	24
表 22: 国产自主创新药海外权益转让情况 (部分)	24
表 23: 部分国产药物在美临床进展情况	25
表 24: 创新药领域重点公司及投资逻辑	26
表 25: 应急救治物资储备清单及相关上市公司	26
表 26: 优秀国产医疗器械遴选情况	27

表 27: 河南十省联盟骨科创伤类医用耗材采购有关规则	29
表 28: 我国骨科医用耗材集中带量采购开展情况	29
表 29: 国产医疗器械正在多个细分领域取得突破	32
表 30: 医疗器械领域重点推荐/关注公司及投资逻辑	33
表 31: 国内部分主要 CDMO 企业药物管线数量增长情况和市占率估算 (2020)	36
表 32: 国内主要 CXO 企业近 1-2 年来主要收并购情况	38
表 33: CXO 领域重点公司及投资逻辑	41
表 34: 国内疫苗主要分为一类和二类疫苗	42
表 35: 中国近年来发生多次疫苗事件	44
表 36: 简单测算下不同疫苗保护率与保护时长下新冠疫苗需求分析	45
表 37: 疫苗领域推荐标的及理由	46
表 38: 部分与癌症早筛相关政策文件	48
表 39: 液体活检及肿瘤早筛领域重点关注标的及理由	49
表 40: 2020 年国内血制品主要企业核心指标比较	53
表 41: 血制品领域重点公司及投资逻辑	54
表 42: 2021Q1 锁药房门店扩张情况汇总	54
表 43: 零售领域重点公司及投资逻辑	55
表 44: 近年来医疗服务鼓励重要政策	56
表 45: 医疗服务行业龙头经营指标对比	57
表 46: 服务领域重点公司及投资逻辑	59
表 47: 医疗健康行业各子领域建议关注标的汇总	61
表 48: 医疗健康产业重点跟踪公司盈利预测	62
表 49: 恒瑞医药盈利预测与估值表	63
表 50: 君实生物盈利预测与估值表	64
表 51: 金域医学盈利预测与估值表	65
表 52: 迈瑞医疗盈利预测与估值	66
表 53: 惠泰医疗盈利预测与估值	68
表 54: 艾德生物盈利预测与估值	70
表 55: 乐普医疗盈利预测与估值	72
表 56: 大博医疗盈利预测与估值	74
表 57: 药明康德盈利预测与估值表	77
表 58: 凯莱英盈利预测与估值表	79
表 59: 九洲药业盈利预测与估值表	81
表 60: 泰坦科技盈利预测与估值表	83
表 61: 智飞生物盈利预测与估值	85
表 62: 康希诺盈利预测与估值	86
表 63: 上海医药盈利预测与估值	89
表 64: 益丰药房盈利预测与估值	90
表 65: 大参林盈利预测与估值	93
表 66: 一心堂盈利预测与估值	95
表 67: 老百姓盈利预测与估值	97
表 68: 锦欣生殖盈利预测与估值	98
表 69: 爱尔眼科盈利预测与估值	100
表 70: 翔宇医疗盈利预测与估值	102

■ 投资聚焦

经历了不平凡的 2020 年，疫情的洗礼下医药板块从 2021Q1 开始进入了强势复苏阶段，国内强大的刚需性、进口替代和产业升级，将为推动 A 股生物医药领域发展提供强劲的动力。同时伴随着医保政策调整方向和趋势的逐渐明朗，以及注册制下越来越多的新股涌现，A 股生物医药板块从 2021 年初开始进入分化调整期，抱团度较高的高估值龙头个股开始逐渐分化，医药投资进入了百花齐放的新时期，在瞄准优质赛道的同时，精选个股，将是 2021 年下半年生物医药板块投资的关键。

处于后疫情时代下的医药健康产业，经历了估值调整与分化，如何在众多医药企业中挑选出高成长性、确定性强的赛道和个股是目前投资者最大的关注点。我们认为核心仍然是长期价值：一方面，要关注百年一遇的全球性疫情带来的爆发性增长契机，比如中国研发进度全球领先的新冠疫苗相关领域，部分药企在取得国内外新冠疫苗的紧急使用授权后陆续进入研发兑现期、国内呼吸机/监护仪等医疗器械企业得益于疫情期间海外认可度迅速提升带来的全球医疗器械市场机会；另一方面，对于原本就享受政策红利的医疗设备、CRO/CDMO、零售、医药包材等方向，随着新冠疫情过后预计国家对公共卫生体系建设的投入将明显增加，上述细分行业的中长期发展空间有望进一步打开。我们判断细分领域龙头公司的竞争优势将逐步显现，优质的企业会用业绩的持续高增长来消化估值。近期公布的第七次全国人口普查结果显示，全国 60 岁及以上人口占比达到 18.70%，老龄化程度逐步加深。医疗健康行业作为老龄人口的刚性需求，成长高确定性与投资价值进一步凸显。

从各个细分领域上看，我们认为：

- **创新研发迎来爆发期，迈向国际化的星辰大海。** 1) 化药带量采购常态化，创新研发系核心竞争要素；2) 创新药行业利好政策频出，极大鼓励创新药企发展。国家医保目录加快纳入新上市药品，创新药享受政策红利；3) 国内获批创新药呈爆发式增长，放量迅速；4) 我国创新药正向更高层次的 first-in-class 转变，部分国产创新药临床疗效不输进口药物，国产创新水平达到新阶段；5) 国内药企多个创新药海外权益转让，研发实力国际认可。
- **医疗器械在新机制下再平衡，高景气下有分化。** 医疗新基建下，我国医疗器械行业将保持高景气，但更重要的是在国内医疗器械招采和支付政策革新背景下，真正具有临床价值的产品料将受到青睐，这样引发医疗器械行业内部的高度分化，我们建议投资者重点关注国际化、国产化、新诊疗、新消费四大主线。
- **CXO--创新研发的卖水者，行业持续高景气。** 1) 充分享受研发创新红利，CRO/CDMO 等医药外包服务行业景气度持续上升；2) 海外疫情的爆发加速了产业链转移，CDMO 公司扩产更加积极，临床前 CRO 公司的高速增长，临床前项目需求有望继续传导到临床 CRO 和 CDMO 公司的后期阶段项目；3) 新技术需求爆发式增长的驱动下，CDMO 行业的远期外包率和龙头市占率天花板也有望随之提升；4) 中国科研经费，特别是在生物医药和新材料等领域的持续增长，将带动市场对科研实验用品需求的增加，预计科学服务行业市场将进一步扩容。

- **后疫情时代疫苗有望迎来黄金发展十年。**1) 疫苗行业是医药行业的一个细分子赛道，其竞争门槛高，产品审批严格，伴随着人口老龄化、新冠疫情催化及大众健康意识觉醒，其未来业绩确定性较强；2) 2016 及 2018 年，我国相继爆发了两起重大疫苗安全事故，带来疫苗行业监管体系的迅速严格化与完善化。《疫苗管理法》将开启中国疫苗新时代，竞争优势向龙头倾斜；3) 新冠病毒类流感化概率高，我们预计全球 2021 年新冠疫苗销售额有望破五百亿美元，新冠疫苗国内销售额规模有望达千亿级别。
- **液体活检和肿瘤早筛--千亿级癌症检测蓝海。**当前时点，看好中国液体活检行业，主要有以下四方面原因：① 中国庞大的 3000 万癌症患者人群催生巨大的癌症治疗市场；② 癌症早筛（提高 5-7 倍生存率）和精准肿瘤学创造了持续的液体活检需求；③ NGS 测序价格的降低（全基因组 600 美元以下）加速液体活检的临床应用；④ 全行业仍然处于起步阶段，我们预计中国潜在市场规模为千亿级别（2025 年）。
- **疫情影响逐渐消除，2021 年血制品行业有望恢复稳定增长。**2020 年国内血制品企业采浆受疫情影响较 2019 年下降 8-9% 左右，我们认为国内厂家血浆阶段性供给紧张持续至 2021Q1（之后有望逐步恢复），而海外疫情对进口企业采浆的影响传导至国内，则于 2021Q1 逐步显现；需求端随着国内疫情基本控制，行业终端需求有望恢复至 10%-15% 的增速，供需格局改善下景气度有望持续提高。我们认为 2021 年国内血制品企业随着采浆缺口的影响逐渐消除，供给将恢复正常，替代进口量将显著增加，血制品行业有望恢复稳定增长。
- **零售板块渠道价值进一步凸显，成长性持续兑现。**1) 药店零售端渠道价值在集采扩面等政策推进下重要性日益显现；2) 疫情催化互联网+政策密集出台，医保线上支付助力处方外流加速；3) 行业规范性政策正在持续推进，集中度有望进一步提升；4) 龙头规模优势不断体现，业绩增长持续兑现。
- **医疗服务景气度提升，长期上行空间显著。**1) 医疗消费升级叠加人口老龄化拉动行业需求；2) 医疗服务行业赛道景气度高，行业成长属性强；3) 医改政策影响持续发酵，民营专科领域蓬勃发展；4) 民营专科有望受益于公立医院薪酬绩效改革措施；5) 我国 ICL 行业处于发展初期，疫情及 DRGs 政策推动其加速增长。

■ 板块回顾：行业强势复苏，基金医药持仓维持高水平

2020&2021 业绩总结：后疫情时代医药行业加速恢复

2020 年板块利润逐季加速，盈利水平不断提升。2020 年，医药板块上市公司营业收入同比+6.2%，较 2019 年增速(+13.7%)有所放缓，净利润同比 26.9%，较 2019 年(+12.9%)有所提升。2020 年利润端增速高于收入端。受 2020 年新冠疫情影响，医药细分板块差异较大，总体来看，与疫情相关的板块（疫苗、ICL、医疗器械之抗疫品种）以及 biotech 板块景气度较高。其中医疗器械之抗疫品种、疫苗、ICL 板块的收入增速均超过 30%，利润增速均超过 50%，是收入及利润增速最快的三个细分板块，主要系与疫情相关的仪器、检测试剂、防护用品需求激增，疫苗重磅产品放量。Biotech 板块 2020 年收入增速超过 70%，主要由于新上市创新药的快速放量及海外合作项目收入，但由于较高的研发投入，2020 年仍处于亏损状态。此外，经营表现同样亮眼的 CRO 和 CDMO 板块收入增速均超过 20%，利润增速超过 50%，主要系国内 CXO 企业的海外客户需求加速国内转移。pharma、医疗器械之常规品种、医疗服务业绩增速有所下滑，主要系疫情对医院端诊疗人数、药品销售影响较大，随着疫情的稳定，下半年业绩出现恢复性增长。

2021 年一季度医药行业快速恢复，业绩表现亮眼。2021Q1，医药板块上市公司收入、净利润同比+29.2%、+73.0%，行业整体实现快速增长。一方面由于 2020Q1 受新冠疫情影响较大，行业整体承压，基数较低，2021Q1 实现恢复性增长。另一方面，春节返乡期间新冠核酸检测需求激增，医疗器械与医疗服务板块中新冠检测试剂盒、IVD 等相关企业业务量大幅增长。我们根据《医疗健康产业 2021 年投资策略—医疗投资迎来长跑期，关注医保控费下的新机遇》（2020-11-12）中推荐的细分赛道，挑选出有代表性的推荐个股，分别总结了各个赛道子领域的增长情况，如下表所示，优质细分领域的成长差异尤为突出，我们将在下面分别展开总结。

表 1：2020 年及 2021 年一季度医药行业各子领域收入情况

项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
医药行业整体	13.71%	6.23%	3.53%	-6.53%	29.18%
pharma	16.42%	8.71%	7.11%	-3.15%	32.38%
Biotech	234.54%	70.48%	-16.79%	-11.15%	936.28%
医疗器械之抗疫品种	20.72%	121.72%	111.10%	28.82%	164.57%
医疗器械之常规品种	28.15%	13.63%	13.03%	0.53%	75.56%
CRO	32.79%	29.08%	28.00%	16.10%	53.06%
CDMO	25.08%	24.20%	16.05%	5.58%	40.40%
疫苗	50.60%	47.77%	40.25%	3.31%	46.28%
科学服务	20.27%	24.84%	22.94%	-	104.00%
血制品	19.09%	16.70%	9.28%	9.97%	7.07%
医疗服务	29.99%	15.09%	9.43%	-30.53%	125.80%
医药零售	26.81%	24.95%	25.08%	23.55%	15.55%
ICL	19.41%	37.68%	31.29%	-9.87%	105.18%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：医药行业各子领域标的为我们挑选的覆盖公司

表 2：2020 年及 2021 年一季度医药行业各子领域净利润情况

项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
医药行业整体	12.86%	26.92%	25.89%	-8.76%	73.02%
pharma	20.93%	16.91%	16.44%	12.13%	31.14%
医疗器械之抗疫品种	26.44%	254.73%	247.28%	54.85%	371.05%
医疗器械之常规品种	30.57%	14.35%	17.76%	-19.77%	119.89%
CRO	4.45%	71.88%	56.52%	0.73%	289.19%
CDMO	51.31%	55.26%	50.96%	30.51%	61.86%
疫苗	8.98%	58.36%	40.67%	-14.65%	73.33%
科学服务	17.45%	36.11%	52.61%	-	122.45%
血制品	19.53%	21.42%	4.54%	-2.21%	14.41%
医疗服务	46.34%	19.18%	21.23%	-90.28%	1696.23%
医药零售	26.75%	38.82%	39.55%	32.33%	21.38%
ICL	17.42%	166.78%	158.07%	-48.23%	1043.63%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：医药行业各子领域标的为我们挑选的覆盖公司

细分领域经营表现：新冠疫情影响，医药细分板块差异较大

pharma

我们将覆盖标的恒瑞医药、复星医药、石药集团、翰森药业、长春高新、丽珠集团等作为 pharma 板块作为统计对象。pharma 板块 2020 年收入及扣非归母净利润增速分别为 8.71%、16.91%，收入端增速同比有所放缓，利润端有所提升。2020 年上半年受疫情影响，与手术及感染相关的板块（如恒瑞的麻醉、造影剂业务；复星的抗感染业务）受疫情影响比较大，下半年显著恢复。2021Q1 营业收入及扣非归母净利润增速分别为 32.38%、31.14%，pharma 板块快速恢复，业绩亮眼。

盈利能力有所提升，各项财务指标稳健。pharma 板块 2020 年毛利率 74.83%，较 2019 年下滑 0.27PCT，净利率 19.48%，同比提升 1.80PCTs，盈利能力有所提高。各项费用率中销售费用率明显下降，主要由于疫情期间差旅、学术推广活动有所减少。研发费用率 11.84%，同比提升 1.68PCTs。在带量采购的趋势下，医药行业加速创新转型，研发投入持续加码。2020 年应收账款增速下降，药企回款能力有所提升，经营现金流/营业收入略有提升，整体各项财务指标稳健。

表 3：pharma 板块主要财务指标情况

项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	16.42%	8.71%	7.11%	-3.15%	32.38%
净利润增速	-10.16%	19.81%	17.27%	-0.32%	33.01%
扣非归母净利润增速	20.93%	16.91%	16.44%	12.13%	31.14%
毛利率	75.10%	74.83%	73.68%	71.46%	70.49%
净利率	17.68%	19.48%	17.88%	19.20%	19.29%
销售费用率	36.62%	33.76%	33.98%	32.17%	30.59%
管理费用率	8.12%	8.58%	7.23%	8.52%	7.73%
研发费用率	10.16%	11.84%	11.07%	9.55%	11.28%
财务费用率	17.60%	16.24%	15.44%	0.25%	0.01%
应收账款增速	10.73%	11.05%	8.94%	10.21%	23.06%
经营现金流/营业收入	18.75%	17.66%	10.35%	16.86%	10.02%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：选取标的为恒瑞医药、复星医药、石药集团、翰森药业、长春高新、丽珠集团等。2019 年净利润增速下滑主要由于个别公司当年减少 2018 年取得的一次性大额收购收益。

Biotech

我们将百济神州、信达生物、君实生物、复宏汉霖、微芯生物作为 biotech 板块统计对象。biotech 板块 2020 年收入增速为 70.48%，收入端维持较高增速，主要来自新上市创新药的快速放量及海外合作项目收入，但由于较高的研发投入，2020 年仍处于亏损状态。其中的核心重磅产品 PD-1 单抗，信达生物、君实生物 2020 年分别实现收入 22.9 亿、10.03 亿，同比+125.39%、+29.59%。百济神州的替雷利珠单抗 2020 年实现收入 10.71 亿元，为当年新上市品种。**2021Q1 biotech 板块营业收入同比增长高达 936.28%**，biotech 公司得益于创新药品种的持续放量和海外合作项目收入确认，2021Q1 部分 biotech 公司收入激增，首次实现扭亏为盈（净利率为正）。biotech 公司多年研发投入逐步进入兑现期，有望持续实现收入及利润端的高增长。

biotech 板块 2020 年毛利率为 82.96%，较 2019 年下滑 1.49PCTs，但仍为医药行业较高水平。主要由于君实生物需支付合作方中科院微生物所的合作许可费导致当年毛利率有所下滑，2020 年君实生物毛利率为 82.63%。2020 年、2021Q1 研发费用率分别为 156.95%、45.50%，biotech 公司仍处于商业化早期，研发费用维持高水平。

表 4：biotech 板块主要财务指标

项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	234.54%	70.48%	-16.79%	-11.15%	936.28%
毛利率	84.45%	82.96%	78.85%	79.32%	91.17%
净利率	-194.83%	-168.72%	-328.27%	-476.56%	14.25%
研发费用率	183.30%	156.95%	288.71%	406.30%	45.50%
经营现金流/营业收入	-168.11%	-127.93%	-39.87%	-59.96%	21.98%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：选取标的为百济神州、信达生物、君实生物、复宏汉霖、微芯生物。由于大多数 biotech 公司仍处于亏损状态，部分财务指标参考意义不大，此处不作列出。

医疗器械之抗疫品种

医疗器械之抗疫品种板块包括新冠试剂、抗疫设备、抗疫耗材等细分领域。其中，我们选取万孚生物、东方生物、热景生物、硕世生物作为新冠试剂细分板块的统计对象；选取迈瑞医疗、宝莱特、理邦仪器作为抗疫设备细分板块的统计对象；选取蓝帆医疗、振德医疗、奥美医疗等作为抗疫耗材细分板块的统计对象。**抗疫品种板块 2020 年收入及净利润的增速分别为 121.72%、254.73%，收入端和利润端增速同比均有明显提升。**主要是由于新冠疫情使板块内部分公司的相应产品海内外订单量突增，实现超预期销售。**2021Q1 营业收入及净利润增速分别为 164.57%、371.05%，同比实现大幅提升。**主要是因为 2021 年新冠类产品不但持续拉动板块增长，而且给板块内公司带来渠道拓展、品牌效应等软实力的提升。

2020 年财务状况与盈利能力明显提升，2021 年继续保持提升态势。 抗疫品种板块 2020 年毛利率及净利率分别为 33.47%、34.69%，分别上涨 12.88PCTs、13.01PCTs，盈利能力明显提升。各项费用率明显下降，主要由于收入端增长以及疫情期间差旅等费用减少所导致。2020 年营收账款增速下降，经营现金流/营业收入提升，整体财务指标所有提升。2021Q1 财务状况进一步提升，毛利率及净利率分别提升至 40.98%、41.74%；销售及管费用率下降至 8.74%、3.63%。

表 5：医疗器械之抗疫品种板块主要财务指标

	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	20.72%	121.72%	111.10%	28.82%	164.57%
净利润增速	26.44%	254.73%	247.28%	54.85%	371.05%
扣非归母净利润增速	25.67%	260.49%	250.40%	59.36%	387.72%
毛利率	20.58%	33.47%	35.76%	22.23%	40.98%
净利率	21.68%	34.69%	37.06%	23.44%	41.74%
销售费用率	18.38%	9.71%	10.62%	16.80%	8.74%
管理费用率	5.93%	3.70%	3.78%	6.46%	3.63%
研发费用率	7.57%	5.25%	5.15%	7.77%	4.55%
财务费用率	-0.83%	1.03%	0.60%	-0.47%	0.24%
应收账款增速	7.27%	-3.93%	4.36%	11.68%	11.92%
经营现金流/营业收入	22.61%	44.89%	40.45%	35.36%	32.91%

资料来源：Wind，中信证券研究部

按抗疫品种细分板块来看，新冠试剂和抗疫耗材 2020 年营业收入增速、净利润增速、毛利润、净利润同比均有大幅增长，且于 2021Q1 保持快速增长态势。抗疫设备 2020 年营业收入增速、净利润增速、毛利润、净利润同比同样实现大幅增长，而 2021Q1 营业收入增速、毛利润、净利润均有下降，主要疫情初期医疗设备需求得到一定程度消化，后续主要是疫情反复地区有较大需求。

表 6：抗疫品种细分板块主要盈利指标

1.新冠试剂				
	2019A	2020A	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	24.98%	183.54%	44.88%	456.91%
净利润增速	19.05%	418.88%	250.94%	889.84%
毛利率	18.87%	37.90%	25.98%	46.18%
净利率	21.28%	38.95%	27.48%	46.59%
2.抗疫设备				
	2019A	2020A	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	19.15%	33.90%	22.47%	22.74%
净利润增速	19.05%	418.88%	146.29%	844.28%
毛利率	26.20%	30.56%	25.84%	28.35%
净利率	26.71%	31.28%	27.27%	28.83%
3.抗疫耗材				
	2019A	2020A	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	22.49%	268.35%	36.88%	328.66%
净利润增速	34.53%	976.33%	105.76%	1192.78%
毛利率	10.54%	34.43%	14.65%	45.36%
净利率	12.33%	36.03%	15.39%	46.41%

资料来源：Wind，中信证券研究部

医疗器械之常规品种

医疗器械之常规品种板块主要涵盖眼科耗材、软镜诊疗、血透、设备零部件、化学发光、心血管耗材、医美等非应用于抗击疫情的细分领域。其中，我们选取欧普康视、爱博医疗、昊海生科作为眼科耗材细分板块的统计对象；选取开立医疗、南微医学作为软镜诊疗细分板块的统计对象；选取健帆生物、三鑫医疗作为血透细分板块的统计对象；选取奕瑞科技、康众医疗作为设备零部件细分板块的统计对象；选取安图生物、新产业、浩欧博作为化学发光细分板块的统计对象；选取乐普医疗、心脉医疗、佰仁医疗、惠泰医疗作为心血管耗材细分板块的统计对象；选取爱美克、华熙生物作为医美细分板块的统计对象。

常规品种板块 2020 年收入及净利润的增速分别为 13.63%、14.35%，增速同比分别下降 14.52PCTs、16.22PCTs。收入端和利润端增速放缓的主要原因是 2020 年上半年受疫情影响医院门诊量大幅下降，导致终端器械和耗材的需求缩水。随着国内疫情基本得到控制、全球疫苗开始普及，2021Q1 营业收入及净利润增速分别达到 75.56%、119.89%，明显回暖。

各项财务指标有所提升，盈利能力稳健。医疗器械之常规品种板块 2020 年毛利率及净利率较 2019 年略有上升，分别达到 23.79%、27.68%，盈利能力保持稳定。管理费用率、财务费用率均有小幅波动，销售费用率明显下降，主要由于疫情期间差旅及推广活动所减少导致。研发费用率为 8.92%，同比提升 0.60PCT。器械行业加速创新，以抗集采风险。2020 年应收账款同比下降 18.75PCTs，经营现金流/营业收入同比上涨 3.45PCTs，板块整体财务情况有所提升。

表 7：医疗器械之常规品种板块主要财务指标情况

项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	28.15%	13.63%	13.03%	0.53%	75.56%
净利润增速	30.57%	14.35%	17.76%	-19.77%	119.89%
扣非归母净利润增速	26.61%	12.75%	40.62%	-9.15%	134.38%
毛利率	23.98%	23.79%	26.75%	20.11%	26.84%
净利率	27.50%	27.68%	31.10%	23.60%	29.56%
销售费用率	24.63%	22.66%	21.78%	25.40%	20.67%
管理费用率	8.13%	7.96%	8.35%	8.80%	7.46%
研发费用率	8.32%	8.92%	8.36%	9.72%	7.77%
财务费用率	0.90%	0.82%	0.68%	-0.31%	-0.18%
应收账款增速	21.76%	3.02%	24.59%	44.79%	16.05%
经营现金流/营业收入	28.13%	31.92%	26.11%	7.02%	32.02%

资料来源：Wind，中信证券研究部

按常规品种细分板块来看，眼科耗材受疫情冲击，2020 年营业收入增速、净利润增速分别降至 1.19%、3.99%，随着国内疫情得到有效控制，2021Q1 营业收入增速、净利润增速、毛利润、净利润分别提升至 165.45%、4287.20%、30.96%、37.74%；软镜诊疗因门诊量下降受到较大冲击，2020 年营业收入增速、净利润增速分别为-2.60%、-47.23%，毛利润、净利润也出现大幅下滑，2021Q1 毛利润、净利润均回到正常水平；血透细分板块 2020 年净利润增速、毛利润、净利润不降反升，分别为 57.74%、33.01%、35.11%，营业收入也继续保持高速增长，主要由于血透具有刚需属性，且被应用于新冠肺炎的重症

及危重症救治过程中，人工肝技术在清除细胞因子风暴方面效果显著；设备零部件为新二级市场细分小板块，在疫情冲击下，移动 DR 需求较大，利好 DR 零部件供应商，2020 年营业收入增速、净利润增速分别为 43.93%、107.81%；化学发光板块一定程度上受到疫情影响，2020 年营业收入增速、净利润增速分别降至 16.96%、7.98%，行业竞争有所加剧，规模效应因素导致 2020 年毛利润、净利润同比分别降低 3.71PCTs、2.72PCTs。2021Q1 实现营业收入、净利润高增速，毛利润、净利润相比 20Q1 有所恢复；心血管耗材受疫情影响，2020 年营业收入增速、净利润增速分别为 5.75%、12.22%，明显降速，但 21Q1 明显恢复。集采落地后，可能其他创新心血管耗材有望加速放量；医美细分板块在疫情期间仍保持高速增长，2020 年营业收入增速、净利润增速较 2019 年有所减缓，仍分别达到 36.88%、22.19%，2021Q1 营业收入增速、净利润增速高达 132.20%、111.87%。

表 8：常规品种细分板块主要收入盈利指标

1. 眼科耗材				
	2019A	2020A	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	14.28%	1.19%	-40.49%	165.45%
净利润增速	7.57%	3.99%	-95.33%	4287.20%
毛利率	28.37%	28.24%	-0.31%	30.96%
净利率	30.38%	31.22%	2.28%	37.74%
2. 软镜诊疗				
	2019A	2020A	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	19.45%	-2.60%	-7.11%	41.23%
净利润增速	-8.62%	-47.23%	-54.18%	187.45%
毛利率	13.82%	4.95%	4.65%	13.57%
净利率	16.46%	8.92%	7.70%	15.67%
3. 血透				
	2019A	2020A	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	39.47%	34.29%	28.22%	49.79%
净利润增速	43.77%	57.74%	47.04%	62.12%
毛利率	27.10%	33.01%	36.51%	37.39%
净利率	29.89%	35.11%	36.35%	39.34%
4. 设备零部件				
	2019A	2020A	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	19.80%	43.93%	N/A	76.74%
净利润增速	32.13%	107.81%	N/A	184.63%
毛利率	15.47%	23.71%	0.00%	28.45%
净利率	18.45%	26.64%	19.60%	31.56%
5. 化学发光				
	2019A	2020A	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	31.66%	16.96%	-0.23%	64.27%
净利润增速	24.00%	7.98%	-24.38%	81.02%
毛利率	33.15%	29.44%	21.07%	23.34%
净利率	35.42%	32.70%	23.11%	25.47%
6. 心血管耗材				
	2019A	2020A	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	25.40%	5.75%	-6.73%	69.76%

净利润增速	43.80%	12.22%	-26.82%	95.75%
毛利率	17.51%	19.21%	23.56%	26.51%
净利率	23.40%	24.83%	25.30%	29.18%
7. 医美				
	2019A	2020A	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	55.66%	36.88%	26.06%	132.20%
净利润增速	63.45%	22.19%	40.32%	111.87%
毛利率	35.81%	30.04%	21.29%	29.43%
净利率	36.56%	32.64%	33.99%	31.02%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

CRO

我们选取药明康德、泰格医药、美迪西、昭衍新药、药石科技作为细分板块的统计对象。CRO 板块 2020 收入增速为 29.08%，略低于 2019 年增速，主要系 2020 年初国内爆发的新冠疫情对临床试验的开展有所影响，但随着国内疫情的基本控制，CRO 板块业绩逐季呈现加速增长趋势，2021Q1 收入增速达到 53.06%（2020Q1 低基数）。而利润端增速高于营收，2020 年净利润、扣非归母净利润增速分别为 71.88%/30.46%，2021Q1 分别为 289.19%/128.00%，我们认为一方面是龙头 CRO 公司积极进行医疗健康产业多元化投资，均取得不错的投资收益，另一方面个股盈利能力逐季改善。**整体来看，我们认为当前国内正迎来医药行业创新浪潮，受益于国内创新药械和新治疗技术公司临床研究的强劲需求，CRO 行业仍将维持高景气度。同时，后疫情时代下国内 CRO（包括 CDMO）企业利用高的估值杠杆加速全球产业化扩张和整合，一体化平台/全产业链布局得到加强，我们认为国内 CRO 企业头部效应未来有望进一步显现。**

表 9: CRO 板块主要财务指标情况

项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	32.79%	29.08%	28.00%	16.10%	53.06%
净利润增速	4.45%	71.88%	56.52%	0.73%	289.19%
扣非归母净利润增速	29.64%	30.46%	3.77%	-14.92%	128.00%
毛利率	41.08%	40.43%	40.11%	37.26%	39.64%
净利率	18.86%	25.12%	26.01%	14.68%	37.32%
销售费用率	3.35%	3.39%	3.37%	3.71%	3.25%
管理费用率	11.70%	11.61%	11.59%	12.35%	10.93%
研发费用率	4.89%	4.62%	4.55%	4.72%	4.68%
财务费用率	0.15%	2.77%	2.90%	-1.22%	-1.67%
应收账款增速	47.68%	5.60%	1.37%	12.72%	36.09%
经营现金流/营业收入	21.68%	26.15%	21.75%	29.93%	17.15%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

CDMO/原料药

我们选取凯莱英、药明生物、博腾股份、普洛药业、九洲药业作为细分板块的统计对象。受益于国内环保政策的收紧、安全标准提高及一致性评价下原料药质量规范要求逐步提高的影响，原料药行业门槛正大幅提高，此外具备制剂研发及出口能力的原料药企有望获得成本优势并在国内集采和招标定价中凭借成本优势获得更多市场份额。而 2020 年新

冠疫情在国内得到控制而在海外持续，部分订单叠加海外客户需求加速国内转移，并且由于医药政策对于创新的鼓励和国内 MAH 制度的落地，行业高景气度不断兑现，从业绩来看，CDMO 板块 2020 年收入增速为 24.20%，其中 2020Q1-Q3 季度增速为 16.05%，同样呈加速增长态势，2021Q1 收入增速 40.40%。CDMO/原料药板块 2020 年毛利率 37.90%，同比+0.51pct，净利率 18.50%，同比+3.70pcts，盈利能力持续提高。2020 年净利润、扣非归母净利润增速分别为 55.26%/38.17%，2021Q1 分别为 61.86%/55.23%。此外国内 CDMO/原料药企业海外收入占比较高，考虑到 2020 年下半年汇率波动带来的汇兑损失增加，2020 年板块财务费用率 1.35%，同比+1.11pcts，若剔除汇率影响，盈利能力提升更加明显。此外 2020 及 2021Q1 板块应收账款的大幅增长进一步反映短期业绩高增确定性。我们认为，短期来看海外疫情的恢复并不会改变全球创新药械外包行业外包率提升和需求逐渐转移国内的大趋势，国内 CDMO/原料药企业经营有望维持强劲态势，2021 年业绩高增长确定性强；中期来看，医药健康领域投融资额屡创新高，为行业高速发展奠定坚实基础；长期来看，疫情加速了新治疗技术的发展，新技术对于工艺开发和试验设计能力要求的提高，行业远期外包率和龙头市占率天花板有望随之提升。

表 10：CDMO 板块主要财务指标情况

项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	25.08%	24.20%	16.05%	5.58%	40.40%
净利润增速	51.31%	55.26%	50.96%	30.51%	61.86%
扣非归母净利润增速	46.29%	38.17%	39.76%	40.80%	55.23%
毛利率	37.39%	37.90%	35.48%	34.82%	34.35%
净利率	14.80%	18.50%	14.61%	11.68%	13.47%
销售费用率	6.36%	4.09%	5.11%	6.99%	4.91%
管理费用率	9.02%	8.20%	7.86%	9.10%	8.28%
研发费用率	4.49%	4.14%	5.73%	6.53%	6.87%
财务费用率	0.24%	1.35%	1.05%	-0.54%	-0.14%
应收账款增速	6.15%	22.39%	3.62%	4.93%	38.93%
经营现金流/营业收入	16.74%	11.92%	18.60%	13.34%	7.16%

资料来源：Wind，中信证券研究部

科学服务

我们选取泰坦科技、阿拉丁、洁特生物、莱伯泰科作为细分板块的统计对象。科学服务板块为 2020 年我们新发掘的 CXO 细分领域（可详见深度报告《医药科学服务行业专题报告—科技创新研发的卖水者，科学服务行业方兴未艾》（2021-4-14）），整体子领域 2020 收入增速为 24.84%，2021Q1 收入增速 104%，实现超高速增长，主要系去年同期受到疫情影响企业停产及高校延迟开学致收入基数较低。而 2020 及 2021Q1 板块毛利率有所下滑，主要系会计政策下调整运输费用由销售费用至成本；而净利率明显提高，带动利润增速快于营收——2020 年净利润、扣非归母净利润增速分别为 36.11%/31.78%，2021Q1 分别为 122.45%/120.66%。科学服务行业是服务于科技创新研发的核心行业，随着全球研发经费稳定增长，科学服务行业市场规模预期乐观，根据德国默克投资者交流材料的数据显示，全球整个科学服务市场空间约为 1700-1800 亿欧元，而我们预计中国科学服务行业市场规模约 2500 亿元；并且考虑到国内市场的国产替代空间广阔，部分品美国产化率不足 10%。我们认为，参考海外巨头的成长路径，未来国内企业有望继续利用中国制造优

势和工程师红利，通过进一步加强产品研发生产和本土化服务能力，同时借助资本市场，在未来 5-8 年诞生 1 家或几家百亿收入的国内巨头，收入规模和市值都有可观的向上空间。

表 11：科学服务板块主要财务指标情况

项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	20.27%	24.84%	22.94%	-	104.00%
净利润增速	17.45%	36.11%	52.61%	-	122.45%
扣非归母净利润增速	20.49%	31.78%	71.01%	-	120.66%
毛利率	35.94%	34.12%	37.53%	37.40%	32.61%
净利率	13.45%	14.67%	15.90%	12.39%	13.51%
销售费用率	9.75%	6.43%	8.90%	10.68%	6.50%
管理费用率	5.56%	4.67%	4.79%	6.77%	4.95%
研发费用率	4.60%	4.79%	4.60%	5.41%	4.68%
财务费用率	0.20%	0.20%	0.05%	-0.10%	-0.59%
应收账款增速	42.45%	22.90%	13.36%	-	19.32%
经营现金流/营业收入	6.95%	8.71%	0.14%	-29.97%	-18.69%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：由于部分公司新上市，未披露 2019Q1 季度数据，因此部分 2020Q1 财务指标同比数据空缺

疫苗

疫苗行业是医药领域的一个小而美的细分赛道，其竞争门槛高，产品审批严格；中美疫苗行业目前差距仍较大，伴随着国内人口老龄化、新冠疫情催化以及大众健康意识觉醒，中国疫苗行业有非常强的刚需性市场空间；随着山东毒疫苗、长生事件的处理结束，行业的规范性以及群众的信任程度开始重新建立，同时受到新冠疫情的催化，**后疫情时代中国疫苗行业有望迎来黄金发展十年，龙头企业值得关注。**

我们选取智飞生物、康泰生物、沃森生物、华兰生物、康华生物作为细分板块的统计对象。疫苗行业板块 2020 收入增速为 47.77%，2021Q1 收入增速 46.28%，实现超高速增长，主要系去年同期受到疫情影响疫苗接种基数较低。而 2021Q1 板块毛利率有所下滑，主要系二类苗部分受到新冠疫苗接种影响；2020 年净利润、扣非归母净利润增速分别为 58.36%/40.78%，2021Q1 分别为 73.33%/64.53%。研发费用率方面 2020 年、2021Q1 分别为 3.86%/4.59%，各疫苗企业的研发投入仍在加大，整体看各项财务指标稳健。

表 12：疫苗板块主要财务指标情况

项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	50.60%	47.77%	40.25%	3.31%	46.28%
净利润增速	8.98%	58.36%	40.67%	-14.65%	73.33%
扣非归母净利润增速	38.96%	49.44%	41.54%	-13.52%	64.53%
毛利率	56.46%	57.49%	55.87%	47.61%	51.92%
净利率	26.41%	28.30%	27.27%	21.48%	25.46%
销售费用率	17.51%	17.69%	16.06%	9.65%	11.66%
管理费用率	4.51%	3.52%	3.43%	5.12%	4.74%
研发费用率	3.36%	3.86%	3.92%	3.49%	4.59%
财务费用率	0.45%	0.21%	0.34%	0.83%	-0.03%
应收账款增速	63.47%	70.52%	64.13%	61.85%	56.69%

项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
经营现金流/营业收入	19.55%	21.84%	22.09%	-13.75%	-4.08%

资料来源：Wind，中信证券研究部 选取标的：智飞生物、康泰生物、沃森生物、华兰生物、康华生物 注：康希诺 2020 年尚未盈利且刚上市，剔除统计，万泰生物还有一部分的 IVD 业务，华北制药有一部分的原料药业务，因此都未纳入统计

血制品

我们选取天坛生物、华兰生物、派林生物、卫光生物、上海莱士作为细分板块的统计对象。血制品板块 2020 收入增速为 16.70%，相比 2019 年有所下降，主要系受到疫情影响，2020 年国内血制品企业采浆较 2019 年下降 8-9%左右，考虑到血浆检疫（+回访）+投浆生产+批签发+销售的周期，我们认为国内血浆阶段性供给紧张将持续至 2021Q1（之后有望逐步恢复）——2021Q1 收入增速为 7.07%，去年同期为 9.97%（疫情期间静丙等产品需求激增）。血制品板块 2020 年毛利率 60.59%，同比+2.65pcts，一方面系华兰生物高毛利的流感疫苗快速放量，另一方面系行业供需缺口下存在一定的价格弹性。此外，海外疫情对进口企业采浆的影响传导至国内，预计 2021Q1 及之后逐步显现，而需求端随着国内疫情基本控制，行业终端需求有望恢复至 10%-15%的增速，因此我们认为国内血制品企业随着采浆缺口的影响逐渐消除，2021 年行业有望恢复稳定增长。

表 13：血制品板块主要财务指标情况

项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	19.09%	16.70%	9.28%	9.97%	7.07%
净利润增速	19.53%	21.42%	4.54%	-2.21%	14.41%
扣非归母净利润增速	19.57%	18.67%	0.03%	4.54%	1.22%
毛利率	57.94%	60.59%	58.05%	55.11%	54.01%
净利率	28.63%	34.24%	34.85%	31.42%	36.19%
销售费用率	10.36%	13.03%	11.36%	6.25%	6.56%
管理费用率	8.96%	7.77%	7.34%	8.30%	8.95%
研发费用率	3.74%	3.97%	3.52%	3.15%	3.89%
财务费用率	-0.20%	-0.62%	-0.50%	-0.43%	-1.24%
应收账款增速	-3.73%	28.22%	10.88%	-5.16%	14.77%
经营现金流/营业收入	29.04%	28.26%	25.06%	43.71%	32.25%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：上海莱士利润受资产减值损失因素等影响，因此板块净利润增速、扣非归母净利润增速剔除上海莱士

医疗服务

我们将爱尔眼科、通策医疗、锦欣生殖、海吉亚医疗作为板块统计对象（美年健康由于利润波动较大暂不纳入统计）。医疗服务板块 2020 年收入及净利润增速分别为 15.09%、19.18%，收入端和利润端增速同比均有放缓。2020 年上半年可选消费属性强的医院业务（如爱尔眼科屈光业务、通策医疗种植牙、正畸业务等）受疫情影响较大，下半年显著恢复。2021Q1 营收及净利润增速分别达 125.80%、1696.23%，板块业绩快速恢复。

医疗服务板块 2020 年毛利率下降 1.30PCTs 至 42.53%，主要由于医院接诊限制下固定成本摊薄减弱影响。净利率小幅提升 0.6PCT 至 18.13%，后疫情时期盈利能力维持稳健。各项费用中销售费用率下降 1.02PCTs 至 6.78%，主要由于疫情期间差旅、营销活动

减少。2020 年应收账款增速下降，回款能力有所提升，经营现金流/营业收入有所提升，整体各项财务指标稳健。

表 14：医疗服务板块主要财务指标情况

项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	29.99%	15.09%	9.43%	-30.53%	125.80%
净利润增速	46.34%	19.18%	21.23%	-90.28%	1696.23%
扣非归母净利润增速	33.86%	38.37%	20.68%	-99.34%	27575.72%
毛利率	43.83%	42.53%	23.41%	10.45%	23.71%
净利率	17.53%	18.13%	12.53%	-2.39%	11.29%
销售费用率	7.80%	6.78%	7.52%	8.40%	8.21%
管理费用率	12.77%	12.41%	11.35%	17.47%	12.95%
研发费用率	1.20%	1.22%	1.15%	1.27%	1.36%
财务费用率	1.40%	1.00%	0.79%	0.34%	0.90%
应收账款增速	32.49%	19.95%	14.49%	11.50%	41.36%
经营现金流/营业收入	18.68%	24.13%	30.07%	-4.28%	21.05%

资料来源：Wind，中信证券研究部

医药零售

我们将益丰药房、大参林、一心堂、老百姓作为板块统计对象。医药零售板块 2020 年收入及净利润增速分别为 24.95%、38.82%，收入端增速稍有放缓，利润端增速同比明显提升。2020 年上半年由于疫情物资销售旺盛收入利润同步高增，下半年随着集采全国推动仍维持高增速。2021Q1 营收及净利润增速分别达 15.55%、21.38%，板块业绩小幅回落主要受去年高基数以及开店进度稍有波动、Q1 部分地区疫情稍有波动影响。

医药零售板块 2020 年毛利率下降 1.61PCTs 至 36.08%，主要由于防疫物资毛利率拉低的影响。净利率小幅提升 0.63PCT 至 6.43%，后疫情时期盈利能力维持稳健。各项费用中销售费用率下降 1.97PCTs 至 23.24%，主要由于疫情期间门店营销活动减少。2020 年应收账款同比小幅提升，经营现金流/营业收入同比基本持平，整体各项财务指标稳健。2020 年集采全国推进下行业处方药占比显著提升，防疫物资销售旺盛驱动客流快速提升，板块应收账款/应付账款/存货周转率分别+1.16/0.19/0.33，周转效率明显优化。2021Q1 起客流及客单价同比已有明显回升。

表 15：医药零售板块主要财务指标情况

项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	26.81%	24.95%	25.08%	23.55%	15.55%
净利润增速	26.75%	38.82%	39.55%	32.33%	21.38%
扣非归母净利润增速	26.49%	33.21%	35.86%	28.92%	23.46%
毛利率	37.69%	36.08%	36.45%	36.32%	37.61%
净利率	5.80%	6.43%	6.97%	7.29%	7.66%
销售费用率	25.21%	23.24%	22.98%	22.99%	23.55%
管理费用率	4.48%	4.45%	4.16%	3.86%	3.93%
研发费用率	0.02%	0.03%	0.02%	0.02%	0.04%
财务费用率	0.36%	0.17%	0.24%	0.25%	0.85%
应收账款增速	11.25%	19.36%	30.84%	-2.70%	34.24%
经营现金流/营业收入	10.81%	10.65%	10.12%	8.78%	12.31%

资料来源：Wind，中信证券研究部

ICL 板块

我们将金域医学、迪安诊断作为板块统计对象。ICL 板块 2020 年收入及净利润增速分别为 37.68%、166.78%，收入和利润端增速同比均有明显提升，利润端增速更快。2020Q1 由于疫情下医院常规检验业务开展受影响，业绩大幅下滑，随着新冠核酸检测业务的开展，大幅贡献业绩增量，成为 2020 年业绩增长最快的医药板块之一。2021Q1 营收及净利润增速分别达 105.18%、1043.63%，主要由于春节返乡期间新冠核酸检测需求激增，叠加常规检测业务随着医院诊疗机构恢复正常经营而逐步复苏。考虑到疫情已进入常态化，发热门诊以及出入境人群的新冠检测将会持续进行，预计核酸检测业务将在一段时间内为 ICL 行业持续贡献业绩。

ICL 板块 2020 年毛利率提升 6.96PCTs 至 41.92%，一部分原因由于新冠核酸检测业务毛利率较高，另一部分主要由于新建实验室在新冠核酸检测业务带动下加速扭亏为盈。净利率大幅提升 6.77PCTs 至 13.99%，盈利能力快速提升。各项费用中销售费用率下降 1.06PCTs 至 10.35%，主要由于新冠业务销售推广费用较小。得益于业务量的加大，2020 年应收账款同比大幅提升，经营现金流/营业收入同比大幅上升，整体各项财务指标稳健。在社会办医、医联体建设、按病种付费（DRG）、分级诊疗等政策利好的驱动下，ICL 行业未来市场空间将不断被释放。

表 16：ICL 板块主要财务指标情况

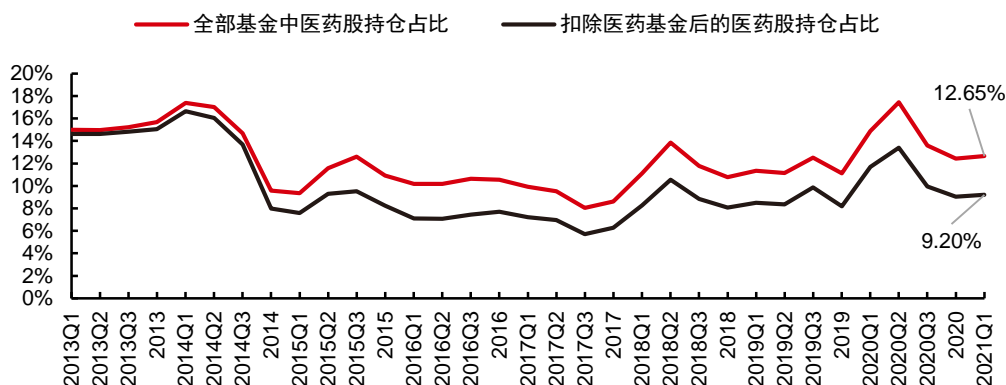
项目	2019A	2020A	2020Q1-Q3	2020Q1	2021Q1
营业收入增速	19.41%	37.68%	31.29%	-9.87%	105.18%
净利润增速	17.42%	166.78%	158.07%	-48.23%	1043.63%
扣非归母净利润增速	13.55%	271.95%	222.89%	-58.35%	1838.64%
毛利率	34.96%	41.92%	41.07%	32.56%	42.40%
净利率	7.22%	13.99%	16.60%	3.12%	17.41%
销售费用率	11.41%	10.35%	10.03%	11.61%	10.16%
管理费用率	8.38%	7.35%	8.58%	9.31%	7.09%
研发费用率	3.91%	3.79%	3.66%	4.29%	3.28%
财务费用率	1.73%	1.13%	1.22%	1.99%	0.82%
应收账款增速	16.80%	47.44%	40.10%	10.71%	64.91%
经营现金流/营业收入	8.34%	16.25%	10.33%	-16.19%	-4.51%

资料来源：Wind，中信证券研究部

基金持仓：持仓环比提升，龙头企业备受青睐

一季度末医药持仓环比提升。截至 2021 年一季度末，全部基金中医药股持仓占比为 **12.65%**，同比下降 2.23 个百分点，环比上升 0.22 个百分点；主题医药基金中医药股的持仓占比为 98.66%，同比及环比分别上升 1.41 和 0.03 个百分点；扣除医药基金后，市场整体的医药股持仓为 **9.20%**，同比下降 2.49 个百分点，环比上升 0.17 个百分点。整体来看，由于大多数医药企业一季报业绩出现恢复性增长，2021Q1 基金对医药板块的配置较 2020 年底有所提升。随着全球新冠疫苗接种的逐步推进，国内疫苗研发企业即将步入业绩兑现期，我们预计医药板块的配置水平有望进一步提升。

图 1：2013Q1-2021Q1 医药板块的基金持仓情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

基金在医药个股层面的持股仍较为集中：从基金持仓金额的绝对市值看，2021 年一季度末持仓金额排在前五的个股为迈瑞医疗（501.58 亿元）、药明康德（468.37 亿元）、长春高新（375.15 亿元）、恒瑞医药（307.68 亿元）、智飞生物（283.40 亿元），主要为创新药、生物医药、医疗器械和医疗服务的龙头企业。此外，从个股占整体基金重仓医药股的比例来看，Top3（迈瑞医疗、药明康德、长春高新）合计占比达到 33.92%，整体 Top10 企业基金医药持仓市值占比为 66.53%（2020 年底为 68.64%），基金在医药个股层面的持股仍较为集中。

表 17：2021 年一季度医药持仓市值前 20

序号	名称	Q1 持有基金数	Q1 持股总市值(亿元)	相较 2020 年底基金数变动	相较 2020 年底持仓市值变动 (亿元)	Q1 末占整体医药股基金比例 (%)	2020 年底占整体医药股基金比例 (%)
1	迈瑞医疗	568	501.58	21	15.83	12.65%	13.16%
2	药明康德	560	468.37	97	74.78	11.81%	10.66%
3	长春高新	551	375.15	98	49.58	9.46%	8.82%
4	恒瑞医药	588	307.68	-164	-110.53	7.76%	11.33%
5	智飞生物	373	283.40	119	119.92	7.15%	4.43%
6	爱尔眼科	192	206.98	-76	-61.30	5.22%	7.27%
7	泰格医药	191	157.84	12	5.19	3.98%	4.14%
8	通策医疗	106	119.97	-30	-36.47	3.03%	4.24%
9	美年健康	67	112.56	36	49.85	2.84%	1.70%
10	凯莱英	115	104.17	9	-2.37	2.63%	2.89%
11	药明生物	72	90.54	20	33.52	2.28%	1.54%
12	康泰生物	76	88.45	-24	-32.47	2.23%	3.28%
13	康龙化成	82	82.58	30	45.51	2.08%	1.00%
14	健帆生物	91	79.92	46	17.26	2.02%	1.70%
15	金域医学	133	60.48	-16	18.27	1.53%	1.14%
16	博腾股份	69	44.94	35	16.39	1.13%	0.77%
17	人福医药	48	36.57	-15	7.58	0.92%	0.79%
18	贝达药业	61	35.69	1	4.75	0.90%	0.84%
19	英科医疗	38	34.89	-16	-27.14	0.88%	1.68%
20	华兰生物	19	34.87	-1	13.30	0.88%	0.58%

资料来源：Wind，中信证券研究部

器械、生物制品、医疗服务以及 CRO 领域龙头受到资金青睐。从基金持仓市值的变动来看，①持仓市值增加：排在前五的个股为智飞生物（+119.92 亿）、药明康德（+74.78 亿）、美年健康（+49.85 亿）、长春高新（+49.58 亿）、康龙化成（+45.51 亿）；②持仓市值下降：排在前五的个股为恒瑞医药（-110.53 亿）、爱尔眼科（-61.30 亿）、通策医疗（-36.47 亿）、康泰生物（-32.47 亿）、英科医疗（-27.14 亿）。2021 年一季度机构增持明显的个股主要为器械、生物制品、医疗服务以及 CRO 领域的龙头。

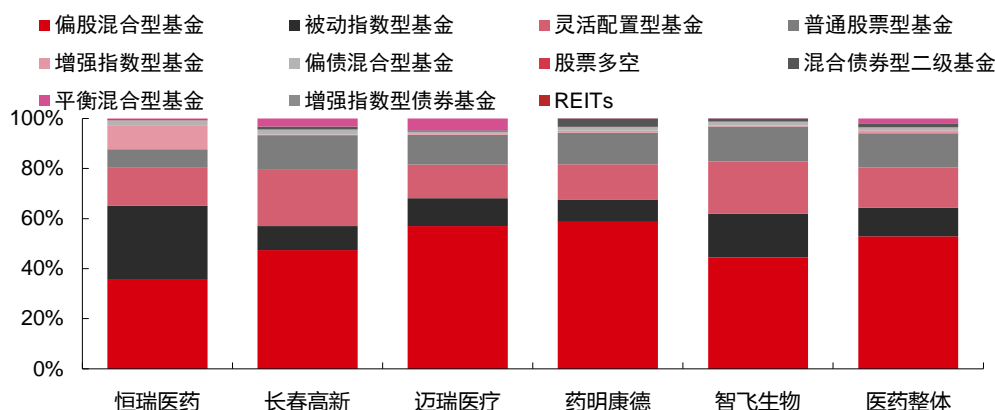
表 18：2021 年一季度末持仓市值增/减持前 10

	排序	名称	Q1 持有基金数	Q1 持股总市值(亿元)	相较于 2020 年底持仓市值变动	Q1 末占整体医药股基金比例 (%)	2020 年底占整体医药股基金比例 (%)
增 持 前 10	1	智飞生物	373	283.40	119.92	7.15%	4.43%
	2	药明康德	560	468.37	74.78	11.81%	10.66%
	3	美年健康	67	112.56	49.85	2.84%	1.70%
	4	长春高新	551	375.15	49.58	9.46%	8.82%
	5	康龙化成	82	82.58	45.51	2.08%	1.00%
	6	药明生物	72	90.54	33.52	2.28%	1.54%
	7	金域医学	133	60.48	18.27	1.53%	1.14%
	8	健帆生物	91	79.92	17.26	2.02%	1.70%
	9	博腾股份	69	44.94	16.39	1.13%	0.77%
	10	迈瑞医疗	568	501.58	15.83	12.65%	13.16%
减 持 前 10	1	恒瑞医药	588	307.68	-110.53	7.76%	11.33%
	2	爱尔眼科	192	206.98	-61.30	5.22%	7.27%
	3	通策医疗	106	119.97	-36.47	3.03%	4.24%
	4	康泰生物	76	88.45	-32.47	2.23%	3.28%
	5	英科医疗	38	34.89	-27.14	0.88%	1.68%
	6	华海药业	47	26.78	-21.30	0.68%	1.30%
	7	我武生物	17	8.67	-19.92	0.22%	0.77%
	8	康弘药业	5	4.54	-11.92	0.11%	0.45%
	9	三诺生物	11	15.12	-11.56	0.38%	0.72%
	10	片仔癀	53	14.94	-9.53	0.38%	0.66%

资料来源：Wind，中信证券研究部

从 2021Q1 医药个股相关配置基金的投资类型来看，偏股混合型基金的持仓占比为 53%，灵活配置型基金、被动指数型基金以及普通股票型基金分别占比 16%、11%、14%。从基金持仓市值 Top5 的企业来看，恒瑞医药、智飞生物的被动指数型基金持仓占比分别为 30%、17%，分别高出医药板块 19、6 个百分点；迈瑞医疗为 11%，长春高新为 10%，药明康德占比 9%。药明康德和迈瑞医疗的偏股混合型基金占比分别为 59%和 57%，分别高出医药板块整体 6 个百分点和 4 个百分点。

图 2：2021Q1 部分个股及医药板块整体配置基金的投资类型



资料来源：Wind，中信证券研究部

整体来看，截至 2021 年一季度末基金对医药板块的配置稳中有所提升。随着全球新冠疫苗接种的逐步推进，国内疫苗研发企业即将步入兑现期；此外，肿瘤早诊早治相关支持政策的推出利好体检、医学检验等医疗服务行业，市场对器械、生物制品、医疗服务以及 CRO 领域龙头的配置更加集中，我们预计医药板块的配置水平有望进一步提升。随着近日国外疫情局势的逐渐紧张，预计防疫物资出口、新冠疫苗以及上下游产业链、医疗新基建的相关个股将持续享受热点催化，另外创新药和 CXO、创新医疗器械和设备、第三方检验、零售药房等板块的长期投资逻辑也将持续兑现。

■ 创新药篇：创新研发迎来爆发期，迈向国际化的星辰大海

化药带量采购常态化，创新研发系核心竞争要素

从首批“4+7”开始，带量采购政策稳步推进。带量采购是近几年对医药行业影响最深的政策之一，从实施开始一直备受关注。从 2018 年 12 月开始，两年内已开展四批带量采购，总体来看，带量采购的品种和范围都在持续扩大，价格降幅维持在 50% 以上。第四批带量采购 45 个品种全部中选，规则与第三批相比变化不大，包括约定采购量、拟中选企业确定准则（1.8 倍熔断机制和降价 50% 规则）等基本类似，常态化带量采购规则逐步稳定。表明集中采购执行效果符合医保局预期，后续料将保持规则制度和量的稳定。2021 年 5 月 8 日，联合采购办公室发布通知，正式启动第五批药品集中采购相关工作。

表 19：四次带量采购政策及拟中选情况比较

	4+7	4+7 扩围	第二批带量采购	第三批带量采购	第四批带量采购
集采品种数量	31	25	35	56	45
中选品种数量	25	25	32	55	45
执行范围	4+7 城市	25 个省市	全国	全国	全国
平均降幅	52%	59%	53%	53%	52%
约定采购量	30%-50%	中选 1 家：50%； 中选 2 家：60%； 中选 3 家：70%	中选 1 家：50%； 中选 2 家：60%； 中选 3 家：70%； 中选 4 家及以上：80%	中选 1 家：50%； 中选 2 家：60%； 中选 3 家：70%； 中选 4 家及以上：80%； 抗生素品种在以上基础上	中选 1 家：50%； 中选 2 家：60%； 中选 3 家：70%； 中选 4 家及以上：80%； 抗生素品种、玻璃酸钠滴

	4+7	4+7 扩围	第二批带量采购	第三批带量采购	第四批带量采购
				各下调 10%	眼剂、注射用比伐芦定在以上基础上各下调 10%
采购周期	1 年	中选 ≤2 家：1 年； 中选 >2 家：2 年	中选 ≥4 家：3 年； 中选 2-3 家：2 年； 中选 1 家：1 年；	中选 ≥4 家：3 年； 中选 3 家：2 年； 中选 1-2 家：1 年； 注射剂品种采购周期为 1 年	中选 ≥4 家：3 年； 中选 3 家：2 年； 中选 1-2 家：1 年； 注射剂品种采购周期为 1 年
最多入围企业数	独家	1-3	≤6	≤8	≤10
拟入选企业确定准则	历史中标价为天花板价格，报价最低企业中选，落标者需接受梯度降价	4+7 中标价为天花板价格，报价最低的 3 家中选，不足 3 家的以实际计	需符合以下条件之一： 1. 单位可比价 ≤ 同品种最低的 1.8 倍； 2. 单位申报价降幅 ≥ 50%； 3. 单位可比价 ≤ 0.1 元	需符合以下条件之一： 1. 单位可比价 ≤ 同品种最低的 1.8 倍； 2. 单位申报价降幅 ≥ 50%； 3. 单位可比价 ≤ 0.1 元	需符合以下条件之一： 1. 单位可比价 ≤ 同品种最低的 1.8 倍； 2. 单位申报价降幅 ≥ 50%； 3. 单位可比价 ≤ 0.1 元
中标地区确认准则	不适用	拟中选企业按申报价格由低到高依次交替确认供应地区	拟中选企业按申报价格由低到高依次交替确认供应地区	拟中选企业按申报价格由低到高依次交替确认供应地区	拟中选企业按申报价格由低到高依次交替确认供应地区

资料来源：上海阳光医药采购网，中信证券研究部

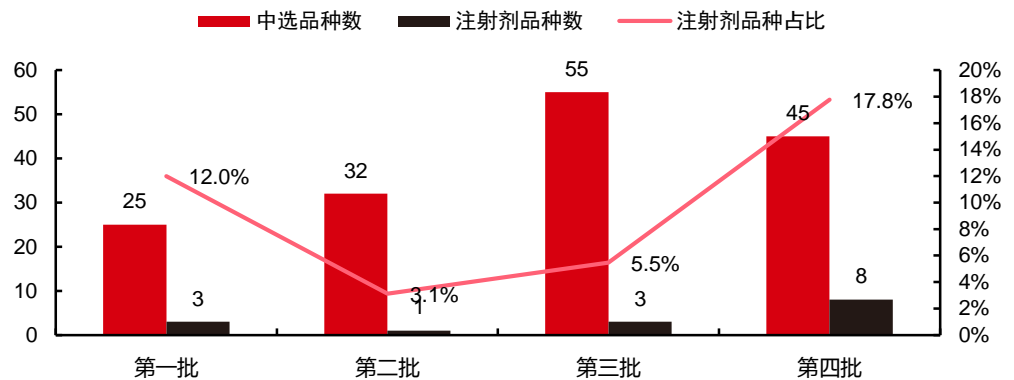
第五批集采即将启动，预计市场规模超 500 亿元。此次集采规模最大，共涉及 60 个品种，202 个品规，包含 25 个口服药（占比 41.67%）、30 个注射剂（50%）、3 个吸入剂（5%）、1 个滴眼剂（1.67%）和 1 个颗粒剂型（1.67%）。覆盖心血管、抗感染、抗肿瘤、造影剂、消化系统、糖尿病药物、呼吸系统、眼科等多个领域，其中抗感染领域品种数最多，达 11 个，占比 18.33%。从销售额来看，此次集采涉及大品种较多，纳入 2020 年样本医院销售额超 10 亿元大品种包括注射用艾司奥美拉唑钠（10.24 亿元）、吸入用布地奈德（10.82 亿元）、碘克沙醇注射液（14.89 亿元）及多西他赛注射液（11.13 亿元）。11 个抗感染品种 2020 年样本医院销售总额达 29.86 亿元，我们预计此次集采市场总规模将逾 500 亿元。

集采名单注射剂占比达 50%，注射剂集采占比提高是大趋势。本次集采名单包含 30 个注射液品种（鱼油中/长链脂肪乳、阿奇霉素、艾司奥美拉唑、顺阿曲库铵、碘海醇、碘克沙醇、法舒地尔、格隆溴铵、吉西他滨、兰索拉唑、利奈唑胺、硫辛酸、罗哌卡因、帕洛诺司、头孢呋辛、头孢曲松、头孢他啶、胸腺法新、脂肪乳氨基酸葡萄糖、苯达莫司汀、紫杉醇、左氧氟沙星、中/长链脂肪乳 C8-24、地西他滨、卡贝缩宫素、奥沙利铂、头孢唑林、多西他赛、更昔洛韦、氟康唑），占比集采目录总品种数的 50%，为历次集采之最。从 PDB 样本医院销售金额看，据我们统计，60 个品种 2020 年在样本医院销售额为 177.35 亿元，其中 30 款注射剂合计 134.5 亿元，占比总销售额的 75.84%。且在这 60 个品种在 2020 年样本医院销售额最高的 10 个品种中，注射剂就占了 7 席。根据中国药学会发布的《2018 年度医院用药监测报告》，注射剂使用金额占比高达 62.62%，占用较多的医保基金。随年注射剂一致性评价政策的正式落地及过评注射剂产品的增多，在医保控费的趋势下预计之后的国家集采将有更多注射剂被纳入。

带量采购对板块的冲击有望边际减小，创新研发成药企业发展核心。带量采购常态化已成定局，市场对带量采购带来的降价风险已有充分预期，后续对于板块的冲击有望逐步减

弱。带量采购更多是推动医保资金的腾笼换鸟，以及对创新研发的支持，预计未来符合医保控费价值导向（高药物经济学性和稳定性）的创新药、创新器械市场占比将不断提升，药企销售能力的重要性将逐渐弱化，其临床治疗的性价比意义将会更加凸显。同时，丰富产品管线也可提高企业抗风险能力，保障企业即使部分产品流标后不至于业绩出现大幅波动。

图 3：第一二三四批带量采购中选品种中注射剂占比情况（个/%）



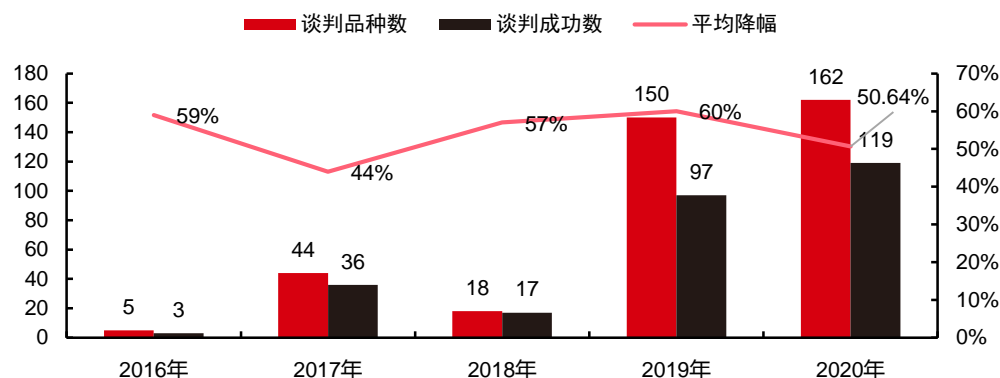
资料来源：上海阳光医药采购网，中信证券研究部

医保谈判结果鼓励创新，政策红利逐渐落地

2020 年医保谈判平均降价 50.64%，降幅较市场预期更温和。调整后目录内药品总数 2800 种，其中西药 1426 种，中成药 1374 种，中药饮片未做调整，仍为 892 种。该次医保谈判为建立医保制度以来规模最大的一次，共对 162 种药品进行谈判，119 种药品谈判成功，其中谈判调入 96 种独家药品，直接调入 23 种非独家药品。价格整体降幅为 50.64%，从 2021 年 3 月 1 日起正式实施。相比于过去几年的医保谈判，我们认为该次医保谈判呈现如下特点：

- 谈判的申报制度与以往不同。过去把所有已上市药品纳入评审范围，今年则是符合医保目录调整工作方案七大条件之一的药品才可纳入调整范围，并且由政府主导申报改为企业自主申报，实现从“海选”向“优选”的转变。
- 相比 2019 年的竞价谈判+比价谈判，该次谈判所有品种均采用比价谈判，谈判方式较为统一。
- 谈判成功药品数量 119 种为历史最多，超过 2019 年、2018 年两年总和。
- 谈判环境相比之前趋于温和。本次谈判成功率为 73.5%，高于 2019 年的 64.7%；药品平均降价 50.64%，低于 2018、2019 年的 57%、60%。医保谈判降价幅度较市场预期更为温和。

图 4：历年医保谈判情况（个/%）



资料来源：医保局，医药魔方，中信证券研究部

从医保谈判流程和谈判规则看，并不简单追求谈判绝对降幅，兼顾药物临床疗效和经济性。根据央视《焦点访谈》栏目透露的医保目录调整流程，可分为三部分：1）确定价格主要参考基础信息；2）专业价格测算；3）药品准入谈判。其中药品准入谈判流程的关键是企业报价不超过官方测算底价 15%即可成功中选，而不是通过同类药品竞价方式，可看出医保谈判并不简单追求谈判药品的绝对降幅。而从基金测算组与药物经济学组两组的专业价格测算方式看，除了根据药品纳入到目录以后对基金影响程度的测算外，根据临床专家打分和企业提供临床数据两个角度的病人获益程度是官方测算底价的最重要考量依据。由此可看，药物临床疗效医保谈判价格的确是较为关键的影响因素之一。

图 5：医保目录调整流程



资料来源：焦点访谈，中信证券研究部

政策红利逐渐落地，国产创新药进入高速发展期。2020 年医保谈判大力鼓励创新环境，促使国产创新药企业高速发展。根据谈判资格新规，2020 年 8 月 17 日前上市的 16 个新药被顺利纳入目录。根据 E 药经理人分析数据，在西药类别中，本次直接调入 13 个品种，其中 10 个为本土企业生产，占比 76.9%；谈判调入 66 个品种，30 个为本土企业生产，其中 7 个来自研发型创新药企，占比分别为 45.5%、10.6%。我们认为，国产创新药龙头的优势有望进一步加强。

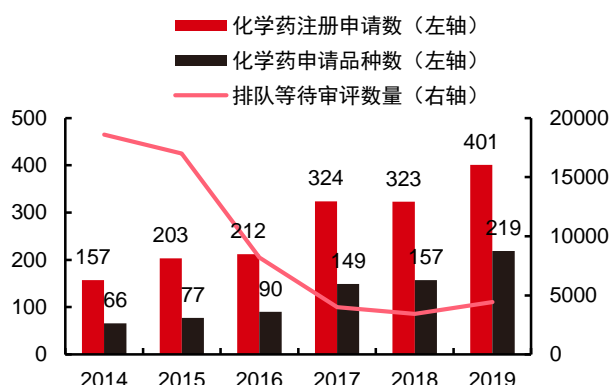
创新药行业迎来黄金发展期，迈向国际化的星辰大海

创新药行业利好政策频出。长期以来我国新药审评耗时冗长，制约着创新药的发展。近几年，随着国家对医药行业创新研发的越发重视，NMPA（原 CFDA）、国务院、卫健委等陆续出台了优先审评审批、上市许可持有人制度、化学药品注册分类改革、突破性治疗药物审评等政策，涉及创新药研发、审评、生产和上市后支付等各个环节，极大鼓励了创新型医药企业的发展。

药品审评效率提高，国产创新药产出加快。随着一系列提高药品审评审批效率政策的推进，尤其是药物临床试验审批审评 60 日默认许可制的改革以及优先审评通道的开通，CDE 药品审评堆积情况也大幅改善，排队待审评数量从 2015 年 9 月最高峰的 22000 件迅速减少至 2019 年的 4423 件。中国药品审评相比欧美的滞后期大幅缩减，从 2017 年中国相比美国和欧盟分别滞后的 85 个月和 84 个月，分别减少至 2018 年的 28 个月和 31 个月。随着研发投入的加大，2014-2019 年药审中心国产 1 类化药创新药注册申请大幅增多。2019 年受理化药创新药注册申请 401 件，涉及 219 个品种，较 2018 年分别增多 24.15%、39.49%，国产创新药产出明显加快。

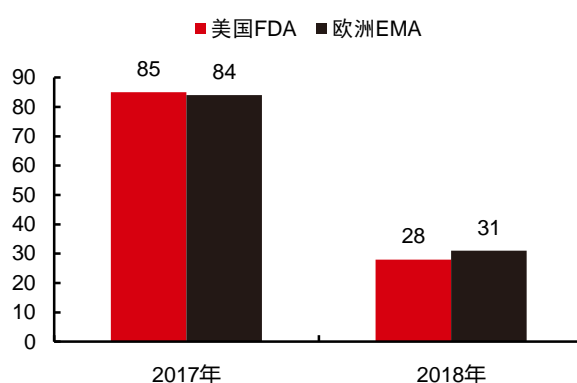
国家医保目录加速纳入新上市药品，创新药享受政策红利。人社局在 2000 年、2004 年、2009 年更新了医保目录后便长期固定，直到 2017 年才进行新一轮医保目录调整，调整频率较低。随后 2019 年和 2020 年进行的医保目录调整使调整频率从两年一次降至一年一次。此外，从 2016 年开始我国还进行每年一次的创新药医保谈判。频率更高的医保目录调整与创新药医保谈判使创新药有更多机会纳入医保。根据 NMPA 和医保局资料分析，2017-2019 年新药从上市到纳入国家医保目录时间差平均值分别为 8.7、5.3、4.5 年，时间差逐渐缩短。2020 年医保目录调整方案放宽新药获批上市时间至当年 8 月 17 日，给予刚获批创新药更快的准入时间。

图 6：2014-2019 年国产 1 类化学创新药注册申请情况（个）



资料来源：CDE，中信证券研究部

图 7：中国相较于 FDA 和 EMA 的药品审评滞后期（月）

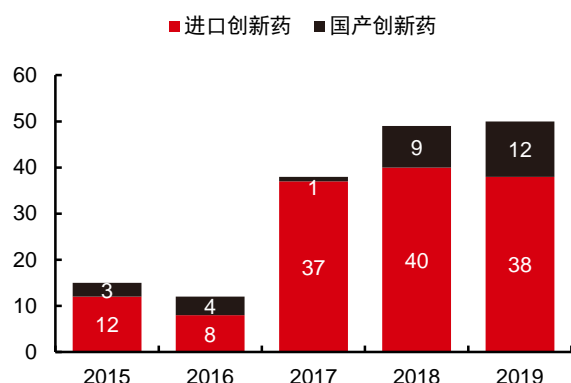


资料来源：《监管改革红利—创新生物药在中国上市》Deloitte LLP，2018，中信证券研究部

众多利好因素推动下，国内获批上市创新药呈爆发式增长。从创新药上市数量看，近年来我国药审中心批准上市的创新药数量逐年增加，2018 年、2019 年获批上市创新药分别为 49、50 款，较 2015-2017 年的 15、12、38 款明显增多。其中 2018、2019 年上市

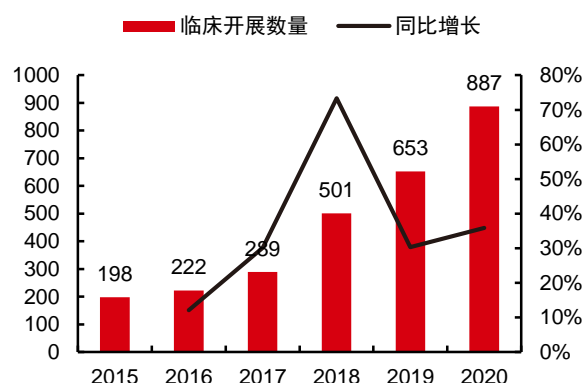
国产创新药 9、12 款，相比 2015-2017 年合计仅 8 款产出明显加快。从国产创新药临床开展数量看，2015-2019 年国产创新药临床项目显著增多，从 2015 年的 198 项增长到 2019 年的 887 项，其中 2019 年较 2018 年增加了 234 项，同比增多 35.8%，仍保持快速增长趋势。在众多的创新药在研项目支撑下，预计未来有望保持每年上市 10 款以上国产创新药态势

图 8：中国进口/国产获批创新药数量对比（款）



资料来源：CDE 官网，中信证券研究部

图 9：国产创新药临床开展项目数量（项）



资料来源：Insight 数据库，中信证券研究部

近年来国内创新药放量迅速。我们认为这一方面是得益于上述支付环境的大幅改善，创新药可及性显著提高；另一方面，学术教育和临床推广能力有了明显提升。我们判断未来创新药的放量速度会继续加快，国内药品用药结构将得到显著改变，疗效更优安全性更高的创新药占比将快速提升。最具代表性的就是 PD-1 单抗，目前国内企业有 4 个 PD-1 单抗获批上市，最早获批上市的拓普、达伯舒上市时间仅 2 年，2020 年销售额就分别达到 10.71 亿、22.9 亿元。恒瑞医药的卡瑞利珠凭借多个适应症和强大的销售渠道，2020 年销售额预计就已超过 40 亿元，上市时间最晚的替雷利珠销售额也达到 10 亿元。除 PD-1 外，小分子靶向药和生物类似药也实现迅速放量。（安罗替尼、阿美替尼、汉利康）。

表 20：国产 PD-1 产品销售情况

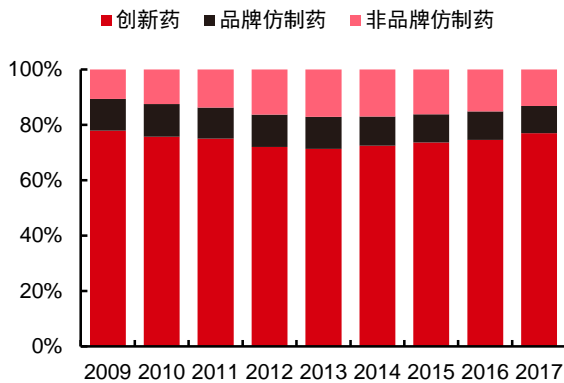
通用名	公司	上市时间	适应症	2019 年销售额 (亿元)	2020 年销售额 (亿元)
卡瑞利珠	恒瑞医药	2019 年 5 月	淋巴瘤、肝细胞癌、肺癌、食管鳞癌、鼻咽癌	~20	~45
特瑞普利单抗	君实生物	2018 年 12 月	黑色素瘤、鼻咽癌、尿路上皮癌	7.74	10.03
替雷利珠单抗	百济神州	2019 年 12 月	淋巴瘤、尿路上皮癌、肺癌	-	10.71
信迪利单抗	信达生物	2018 年 12 月	淋巴瘤、肺癌	10.16	22.9

资料来源：各公司公告，中信证券研究部 卡瑞利珠单抗销售额未有公布，以草根调研信息代替；替雷利珠销售额的美元汇率以 6.65 计

创新药占比有望提升，增量空间巨大。我们预计目前国内创新药市场占比不到 10%，与 2017 年美国（创新药占比约 80%）具有巨大的差距。为了应对癌症等慢病发病率居高不下的趋势，提高我国医疗水平，提升患者生活质量，药品产品结构及产业结构都亟待优化。伴随着经济发展和国家相关产业政策的支持，中国药品终端市场规模逐年增长，根据米内网数据，2019 年我国药品终端市场销售额为 17955 亿元。假设中国药品终端市场规模年化增长率为 6%，到 2025 年市场规模将达 25470 亿元。假设 2019 年我国创新药销售

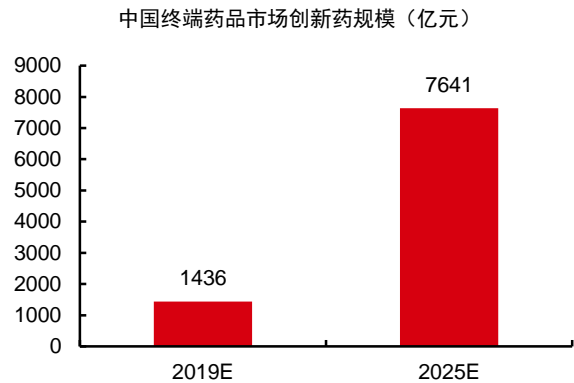
额占比整体药物规模 8%,到 2025 年提升至 30%,我们预计创新药市场规模将有望由 1436 亿元提升至 7641 亿元,增长空间达 6205 亿元,2019-2025 年我国创新药规模 CAGR 高达 32.12%。

图 10: 美国创新药与仿制药销售额占比



资料来源: IQVIA, 中信证券研究部

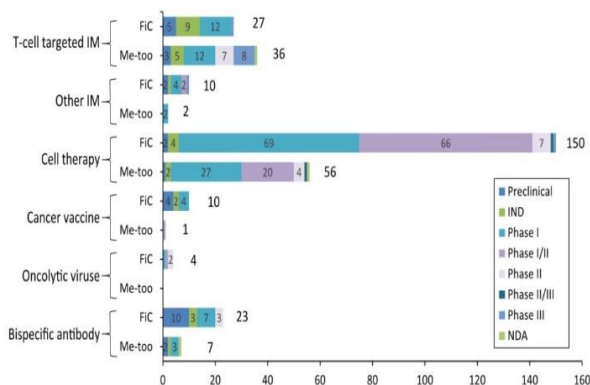
图 11: 2019 年、2025 年中国终端药品创新药市场规模测算



资料来源: 中信证券研究部测算

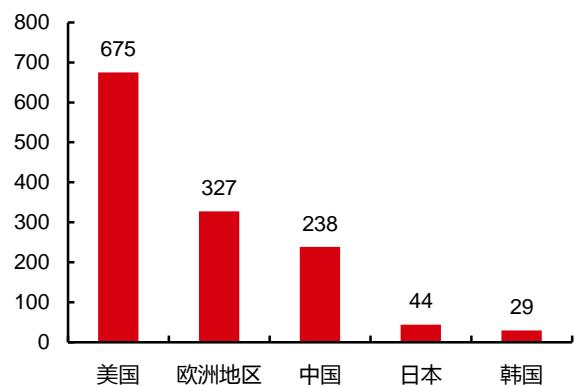
众多管线布局蓝海市场, 我国创新药正向更高层次的 first-in-class 转变。根据清华大学陈晓媛研究员团队和吴一龙教授合作发表的《Trends in oncology drug innovation in China》文章, 我国 821 款处于不同临床开发阶段的抗癌候选药物中, 404 款为 me-too/me-better, 359 款为 first-in-class 药物。未来有将近一半药物为 first-in-class。尽管部分靶点的竞争比较激烈, 也有一些细分赛道仍然是蓝海市场, 包括很多 first-in-class 靶点和一些竞争尚未白热化的领域。譬如在细胞免疫领域, 我国 first-in-class 药物布局众多, 未来仍有很多市场空间。从 2019 年正在进行的全球肿瘤 I 期临床研究数量看, 中国已经远超日本韩国, 向欧美国家逼近。我们认为, 国企的肿瘤创新药研发能力已崭露头角, 创新药研发能力有望逐步缩小与欧美国家的差距。

图 12: 我国在研免疫治疗药物概况



资料来源: Trends in oncology drug innovation in China (Guanqiao Li 等), 中信证券研究部

图 13: 2019 年全球肿瘤 I 期临床研究数量 (个)



资料来源: CSCO 2020, 中信证券研究部

国产创新药临床试验疗效优异, 不输部分进口药物。从多家国内药企公布的临床数据看, 国产肿瘤药临床疗效同样优异, 部分国产靶向药及肿瘤免疫疗法用药临床疗效不输进

口药。以 BTK 抑制剂及 PD-1 单抗为例。百济神州的泽布替尼与伊布替尼治疗华氏巨球蛋白白血病的头对头 3 期临床试验数据结果表明，泽布替尼对比伊布替尼展示出更好的疗效和安全性（CR+VGPR：30.4% vs 18.2%；房颤 2.0% vs 18.4%）；君实生物的特瑞普利单抗对于晚期尿路上皮癌二线治疗具有较好的长期和短期疗效，特瑞普利 PFS 为 2.5 个月，OS 达到 20.8 个月，总人群 ORR 为 25.2% 其中对 PD-L1 阳性患者的 ORR 高达 39.60%。在 PFS、ORR 指标均在 PD-1/PD-L1 同类药物中具备显著优势。

表 21：特瑞普利单抗二线治疗尿路上皮癌临床疗效与同类药对比

	特瑞普利 (N=151)	替雷利珠 (N=113)	阿替利珠 (N=310)	帕博利珠 (N=521)	纳武利尤 (N=270)	德瓦鲁 (N=191)	阿维鲁 (N=249)
PFS (月)	2.5	2.1	2.1	2.1	1.9	1.5	1.7
OS (月)	20.8	9.8	7.9	10.3	8.6	18.2	6.5
ORR (总人群)	25.20%	-	15%	21.10%	20.70%	17.80%	17%
ORR (PD-L1+)	39.60%	-	-	-	25.80%	27.60%	24%

资料来源：君实生物公告，中信证券研究部

泽布替尼与伊布替尼头对头 3 期临床试验取得有效性结果，国产创新水平达到新阶段。
 2021 年 4 月 28 日，BTK 抑制剂泽布替尼对比伊布替尼用于治疗 r/r CLL/ SLL 患者的头对头全球 3 期临床试验（ALPINE）在中期分析取得积极结果，泽布替尼在 ORR 上取得优越性，预计最终成功 FDA 批准概率较大。该针对 CLL/SLL 头对头临床实验取得的积极数据，再次证明泽布替尼疗效及安全性优势，百济神州药物研发国际化水平达到新层次。泽布替尼是国内创新药国际化标杆，该临床数据表明百济神州研发能力已经达到全球顶尖水平，部分药企国产创新药水平与国际接轨。

国内药企多个创新药海外权益转让，研发实力国际认可。2020 年以来国内企业创新药权益转让案例明显增多，其中天境生物授予艾伯维 lemozoparlimab（TJC4）在大中华区以外的国家及地区开发和商业化的许可权；君实生物授予礼来 JS016 在大中华地区外开展研发活动、生产和销售的独占许可权；信达生物授予礼来信迪利单抗在中国以外地区的独家许可权；泰德制药授予 Graviton Bioscience 治疗纤维化创新药 TD101 在大中华以外地区共同开发及商业化权利。创新药海外权益的转让，证明我国药企研发实力逐渐壮大，逐渐被跨国大药企认可，license-out 正在成为国内创新药国际化的重要方式。

表 22：国产自主创新药海外权益转让情况（部分）

转让方	受让方	产品	金额	时间
和黄医药	礼来制药	呋喹替尼	预付费用和里程碑费用 8650 美元	2013 年
信达生物	礼来制药	IBI308, IBI301	首付及里程碑付款 33 亿美元	2015 年
传奇生物	杨森	LCAR-B38M / JNJ-4528 的 BCMA CAR-T 产品	3.5 亿美元首付款及后续里程碑付款	2017 年
复宏汉霖	KG Bio	HLX 东南亚 10 个国家开发权利	6.92 亿美元	2019 年
复创医药	礼来制药	FCN-338 在中国除大陆、香港、澳门外地区的商业化权益	4000 万美元首付款及最高 4 亿美元开发及销售里程碑付款	2020 年
天境生物	艾伯维	lemzoparlimab（TJC4）在大中华区以外的国家及地区开发和商业化的许可权	首付款 1.8 亿美元，额外 2000 万美元 I 期临床里程碑付款，最高 17.4 亿美元的里程碑付款	2020 年
翰森制药	EQRx	第三代 EGFR-TKI 阿美替尼（及任何包含或由阿美替尼组成的产品）在中国境外开发、生产和商业化	首付款和注册与发展里程碑付款约 1 亿美元	2020 年
基石药业	EQRx	舒格利单抗及 CS1003 在除大中华地区以外全球市	1.5 亿美元的首付款，及最高可达 11.5	2020 年

转让方	受让方	产品	金额	时间
		场的独家商业化权利	亿美元的里程碑付款以及额外的分级特许权使用费	
信达生物	礼来制药	信迪利单抗在中国以外地区的独家许可权	首付款 2 亿美元，8.25 亿美元的开发和销售里程碑付款	2020 年
百济神州	诺华	替雷利珠单抗在多个国家的开发、生产与商业化，授权区域包括美国、加拿大、欧盟成员国等	6.5 亿美元的首付款，及最高可达 13 亿美元的里程碑付款	2021 年
君实生物	Coherus	特瑞普利单抗在美国和加拿大的独占许可，以及两个早期阶段检查点抑制剂抗体药物的优先谈判权	最高 11.1 亿美元的首付款、可选项目执行费和里程碑付款	2021 年
泰德制药	Graviton Bioscience	治疗纤维化创新药 TD101 在大中华以外地区共同开发及商业化权利。	首付款、开发里程碑付款及销售比例分成，销售里程碑付款最高可达 5.175 亿美元	2021 年

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

国产创新药海外研发进展顺利，加速打开广阔海外市场。美国是全球最大的药品市场，我们预计 2020 年占全球约 30% 的市场份额。得益于国内药企研发水平的大幅提升，部分药企开始在美国布局临床以扩大药物的市场空间。进展最快的是百济神州的泽布替尼，于 2019 年 11 月其治疗 MCL 适应症获 FDA 批准上市，实现中国本土创新药物获 FDA 批准的“零的突破”。2021 年多款中国创新药已向 FDA 递交上市申请，包括百济神州的泽布替尼（WM 适应症）、信达信迪利单抗、君实生物的特瑞普利单抗、和黄医药的索凡替尼等。我们预计未来 1-2 年将有多款国产创新药顺利在美国上市，国内创新药企有望迎来业绩爆发期。

表 23：部分国产药物在美临床进展情况

药品	公司	靶点机制	适应症	临床进度
泽布替尼	百济神州	BTK	慢性淋巴白血病等	上市
LCAR-B38M	金斯瑞	BCMA	多发性骨髓瘤	BLA
索凡替尼	和黄医药	VEGFR	神经内分泌瘤	NDA
贝格司亭	亿帆医药	rhG-CSF-Fc	嗜中性粒细胞减少症	NDA
普那布林	万春药业	GEF-H1	嗜中性粒细胞减少症	NDA
信迪利单抗	信达生物	PD-1	肺癌等	NDA
特瑞普利单抗	君实生物	PD-1	鼻咽癌等	NDA
派安普利单抗	康方生物	PD-1	鼻咽癌	NDA
恩沙替尼	贝达药业	ALK	ALK+非小细胞肺癌	pre-NDA

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

众多有利因素推动，国内创新药行业景气度有望持续提升。从需求端看，中国医疗在人口加速老龄化进程中大幅扩张，创新药巨大需求有望逐步释放。从政策端看，国家利好创新药行业政策陆续出台，国产创新药产出明显加速，且纳入国家医保目录时间差逐渐缩短。近年来国内获批上市的创新药呈现爆发式增长，创新药模式不断升级，逐步向 First-in-class 转变，部分国产创新药临床疗效不输进口药。国产创新药陆续出海，研发实力逐渐被国际认可。我们判断，未来国内创新药行业景气度有望持续提升。

重点推荐：致力于抗肿瘤药、手术用药、心血管药等多个领域创新发展，研发创新能力比肩国家一线药企的医药健康企业**恒瑞医药**；在具有重大未满足临床需求的治疗领域建立领先地位，以研发创新为驱动的制药公司**翰森制药**；以药品研发制造为核心，同时在医

疗服务、医学诊断和医疗器械等领域拥有领先市场地位的**复星医药**；自主研发和国际化领先的国内 Biotech 龙头**君实生物**；建议关注：以强大研发能力和创新能力著称，致力于新型分子靶向药与肿瘤免疫药研发领域的全球性生物制药公司**百济神州**；产品管线储备丰富，拥有多个国内畅销创新药产品的国内领先综合药企**石药集团**；品牌优势明显，销售能力突出的生长激素龙头企业**长春高新**；成长空间充足，竞争格局良好的中枢神经领域龙头**恩华药业**；研发和生产能力行业领先国内胰岛素行业龙头**甘李药业**；国内传统制剂公司向创新药和高端制剂药企成功转型的典范**丽珠集团**；国内肺癌领域创新型龙头**艾力斯**；医药创新与医美新品同步推进的**华东医药**。

表 24：创新药领域重点公司及投资逻辑

重点公司	投资逻辑
恒瑞医药	致力于抗肿瘤药、手术用药、心血管药等多个领域创新发展，研发创新能力比肩国家一线药企的医药健康企业
翰森制药	在具有重大未满足临床需求的治疗领域已建立领先地位，以研发创新为驱动的制药公司
复星医药	以药品研发制造为核心，同时在医疗服务、医学诊断和医疗器械等领域拥有领先地位
君实生物	自主研发和国际化领先的国内创新药龙头

资料来源：中信证券研究部

■ 医疗器械篇：新机制下再平衡，高景气下有分化

政策：新基建+诊疗恢复开启景气周期，改革深化带来板块分化

1) 医疗新基建+诊疗恢复，开启器械行业景气周期

疫情暴露了我国医疗硬件配置的不足，主要体现在两个方面：科室硬件、基层硬件：

a、科室硬件：侧重查漏补缺，ICU 病房、PCR 实验室有望加大建设力度。2020 年 5 月 20 日，国家发改委发布《公共卫生防控救治能力建设方案》，提出了进行疾病预防控制体系现代化建设，对市、县的医疗硬件配置情况做出了明确要求，并要求加强应急救治物资储备。对照建设计划，我们主要在 ICU 病房和 PCR 实验室方面需要查漏补缺。

表 25：应急救治物资储备清单及相关上市公司

序号	应急救治物资	相关上市公司	序号	应急救治物资	相关上市公司
1	无创呼吸机	鱼跃医疗	19	降温机	
2	有创呼吸机	迈瑞医疗	20	移动式空气消毒机	新大陆、中亚股份、光莆股份
3	转运呼吸机	迈瑞医疗	21	过氧化氢消毒机	
4	监护仪	迈瑞医疗、宝莱特、理邦仪器	22	紫外线消毒车	
5	可视喉镜	开立医疗	23	CT(含车载 CT、方舱 CT)	万东医疗、新华医疗、东软集团
6	电子气管镜	开立医疗	24	移动 DR	迈瑞医疗、万东医疗
7	呼吸湿化治疗仪	鱼跃医疗、永胜医疗	25	生物安全柜	海尔生物
8	连续性血液透析机(CRRT)	威高股份、宝莱特	26	离心机	
9	体外膜肺氧合机(ECMO)(配 6 套耗材)		27	超低温冰箱	海尔生物

序号	应急救治物资	相关上市公司	序号	应急救治物资	相关上市公司
10	注射泵	迈瑞医疗、威高股份	28	荧光定量 PCR 仪	达安基因、艾德生物、透景生命、凯普生物、硕世生物、华大基因、东方生物、润达医疗等
11	输液泵	迈瑞医疗、威高股份	29	核酸提取仪	达安基因、艾德生物、透景生命、凯普生物、硕世生物等
12	营养泵	迈瑞医疗、威高股份	30	床旁血气分析仪	万孚生物、理邦仪器
13	除颤仪	迈瑞医疗、鱼跃医疗	31	额温枪	鱼跃医疗
14	制氧机	鱼跃医疗	32	脉搏血氧仪	迈瑞医疗、宝莱特、理邦仪器
15	便携式彩超	迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗	33	多重呼吸道病原体快速核酸检测系统	达安基因、艾德生物、透景生命、凯普生物、硕世生物、万孚生物、安图生物、迈克生物、东方生物等
16	心电图机	迈瑞医疗、理邦仪器、宝莱特、乐普医疗	34	生化分析仪	迈瑞医疗、安图生物、新产业、迈克生物、九强生物、科华生物、利德曼
17	振动排痰仪	普门科技	35	移动中药房	
18	咳痰机				

资料来源：国家发改委，中信证券研究部

b、基层硬件：分级诊疗任重道远，国产高性价比医疗器械先行下沉。分级诊疗推进进度较慢，2018 年三级医院诊疗量占比 55%，继续提升。优质医疗器械是诊疗服务能力的基础，器械的下沉优先于诊疗需求的下沉。国产医疗器械凭借突出的性价比、渠道优势，以及招标政策向国产器械倾斜，预计将更大程度受益于本轮基层医院的配置大潮。2014 年至今，中国医学装备协会共进行了 7 批次的优秀国产医疗器械遴选，中选产品成为基层医院配置的首选。

表 26：优秀国产医疗器械遴选情况

批次	设备
第一批（2014 年）	数字化 X 线机（平板 DR）、台式彩色多普勒超声诊断仪和全自动生化分析仪
第二批（2016 年）	医用磁共振成像设备（MRI）、X 射线计算机断层摄影设备（CT）、全自动血细胞分析仪、血液透析机、呼吸机、麻醉剂和自动分药机（门诊）
第三批（2017 年）	医用直线加速器、伽玛刀（y-射线立体定向治疗系统，头部）、数字减影血管造影机、化学发光免疫分析仪、高强度聚焦超声肿瘤治疗系统、心脏血管支架、骨科内固定耗材、全自动酶免仪、清洗消毒设备、心电图机
第四批（2018 年）	多参数监护仪、彩色多普勒超声诊断仪（含便携式）、3.0T 磁共振、数字化 X 线机（含移动式）、全自动生化分析仪、微生物鉴定和药敏仪、血培养仪、血凝仪、体外冲击波设备、腔镜切割吻合器、激光治疗仪、光子治疗仪
第五批（2019 年）	眼科光学相干断层扫描仪、医用内窥镜、数字化乳腺 X 线机、PET-MR、PET-CT、全自动尿液分析工作站、全自动组织脱水机、全自动封片机、全自动数字化切片扫描仪、高频手术系统、认知评估与训练系统、四肢联动康复治疗仪、心脏除颤器、输注设备、CT、MRI、呼吸机、麻醉机、血透设备、血细胞分析仪、自动发药机
第六批（2020 年）	心肺复苏机、SPECT、医用制氧机、超声光散射乳腺诊断系统、数字胃肠 X 线机、低温冷冻消融设备、康复设备、口腔 CT、主动脉心脏瓣膜、主动脉支架、眼底照相机、质谱仪、荧光定量扩增分析仪、全自动血型分析仪、超声骨刀
第七批（2021 年）	血凝仪、血气分析仪、粪便分析仪、磁敏免疫分析仪、全自动生化分析仪、微生物培养鉴定和药敏系统、液基细胞仪、病理标本取材储存系统；呼吸检测仪、多参数监护仪、数字化 X 线机、超声诊断仪、肝脏弹性超声检测仪、高压注射泵、人工智能影像辅助诊断产品、腔镜切割吻合器、手术机器人、无线气管插管喉镜；留置针、人工晶体、激光治疗仪、光子治疗仪、中药熏蒸设备、体外冲击波治疗仪、外骨骼机器人、主被动运动康复训练设备

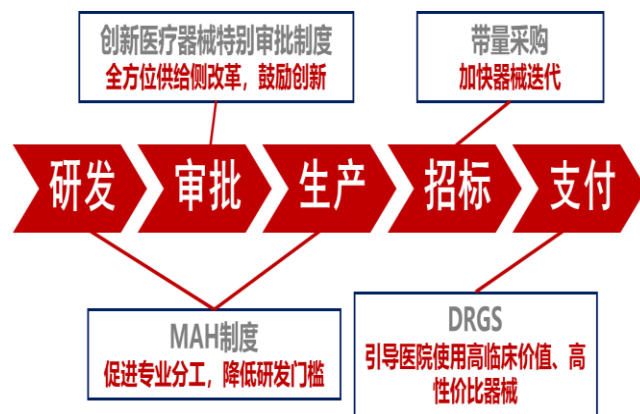
资料来源：中国医学装备协会，中信证券研究部

值得注意的是，虽然医疗新基建侧重部分科室和部分层级医院，但是随着资金溢出效应，我国医疗器械行业需求料将明显提速。另外，医疗设备存在一定的更新周期，大建设浪潮之后往往伴随着需求疲软期，在这段时间，优质企业往往可以持续增长，脱颖而出。

2) 改革深化，创新才有未来。

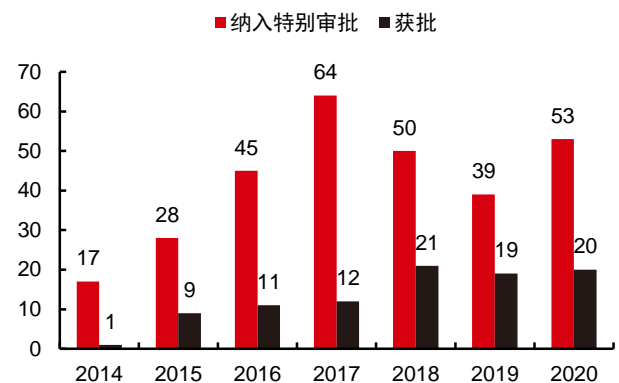
医疗器械改革进入深水区，关注招采和支付端。2015 年以来，涵盖医疗器械全生命周期的监管政策几乎翻新。在 2018 年之前，医疗器械领域的改革主要集中在审批端，由药监局主推；2018 年后，随着大部制改革，医保局应运而生，打破了原先医药、医疗、医保三权分立的格局，具有协同效应的职能开始融合，此后招采、支付环节的改革得以推进：

图 14：医疗器械改革进入深水区，关注招采和支付端



资料来源：NMPA，卫健委，医保局，中信证券研究部

图 15：国产高端医疗器械陆续通过创新器械特别审批通道获批（个）



资料来源：NMPA，中信证券研究部

① 审批：2015 年创新医疗器械特别审批制度的建立，国产高端医疗器械陆续获批。

② 招采：集采。

5 月 11 日，河南省医保局发布《豫晋赣鄂渝黔滇桂宁青十省(区、市)骨科创伤类医用耗材联盟采购公告》，将对接骨板及配套螺钉、髓内钉及配件、中空螺钉（空心螺钉）等医用耗材进行集采。此次十省联盟包括：河南省、山西省、江西省、湖北省、重庆市、贵州省、云南省、广西壮族自治区、宁夏回族自治区、青海省。公告要求参与联盟采购的省（区、市）所有公立医疗机构和其他自愿参加的医保定点社会办医疗机构参考 2019 年、2020 年采购数据，合理填报采购周期内总需求量，按照总需求量的 70% 确定约定采购量。

骨科创伤类耗材包含产品品类较多，此次集采具体涉及的采购产品共分为三个采购包：普通接骨板及配套螺钉、锁定加压接骨板及配套螺钉和髓内钉及配件。采购周期原则上为 12 个月，到期后可根据采购和供应等实际情况延长采购期限，延长采购期限原则上为 12 个月。

表 27：河南十省联盟骨科创伤类医用耗材采购有关规则

入围条件	分组	投标规则	中选规则
1) 申报企业须保持集中带量采购前后伴随服务供给的连续性，服务内容、质量、标准不得变化。 2) 伴随服务应至少包含物流配送、仓储管理，以及合规技术服务、配套工具等置入和取出手术必需的相关服务。	A 组： 每个采购包内，各企业产品在联盟地区本采购包总需求量占比由高到低排序， 需求量占比累计达到 80% 的 ；每个采购包内，企业产品在联盟地区之一的省（区、市）内所医疗机构报送本采购包 总需求量排名前 5 名的 ；每个采购包内，企业产品在联盟地区之一的省（区、市）内所有三级甲等医疗机构报送本采购包 总需求量排名前 5 名的 。 B 组： 其余投标企业品种。	基准价： 参考 2020 年度河南省挂网交易数据，经专家论证拟定产品基准价。 代表品： 除接骨板配套螺钉及中空螺钉（空心螺钉）外，每个采购包由投标企业按照代表品进行投标。 申报价： 包含申报企业的实际供应价，应包含税费、产品正常损耗、配套螺钉、配送和伴随服务等所有费用。 各材质产品价格比价关系： 本次联盟采购钛合金、纯钛、不锈钢材质产品中选价格比价关系按 1:1:0.8 确定，	1) 竞价确定。 符合申报资格的实际申报企业数为 3 家及以上的，采取竞价的方式。企业在各自分组内进行报价，按照价格由低到高确定拟中选企业，A 组中选率 70%，B 组中选率 70%。在最大拟中选企业数限额内， 满足以下条件之一的方可获得拟中选资格： (1) 同竞价组同二级目录内代表品申报价格不高于最低申报价格 1.8 倍的产品。 (2) 申报产品降幅大于 50%（以二级目录基准价为基数进行计算）。 2) 议价谈判确定。 符合申报资格的实际申报企业数为 1 家或 2 家的，参考同一包内其他组拟中选平均降幅，不小于该降幅的确定为拟中选产品；小于该降幅的，由专家参考该降幅进行谈判议价。 3) 拟中选价格。 各采购包拟中选企业产生后，拟中选企业代表品申报价格即为代表品拟中选价格。根据代表品的基准价和拟中选价格，计算拟中选企业各采购包拟中选降幅。拟中选企业申报的各采购包所有非代表品，根据各采购包各二级目录基准价和拟中选降幅确定各采购包所有非代表品拟中选价格， 具体公式：非代表品拟中选价格=二级目录基准价×（1-本采购包拟中选降幅）。

资料来源：《豫晋赣鄂渝黔滇桂宁青十省(区、市)骨科创伤类医用耗材联盟采购公告》，中信证券研究部

企业竞价组划分以及代表品选定方面，重视临床使用量较大的产品品类。由于创伤类耗材产品材质、品类较多的特点，此次河南十省联盟集采规则按照产品用途划分为采购包，并规定各材质产品价格比价关系。投标阶段，企业为临床需求量最大的代表品进行投标。对于非代表品的拟中选价格，则根据代表品的目录基准价降幅比例计算非代表品的拟中选价格。产品分组方式上，规则充分考虑产品的临床需求量情况进行分组竞价。参考创伤类耗材集采中标结果已公布的贵州省黔南州与山东七市的情况，产品平均降幅约为 60%-70%。

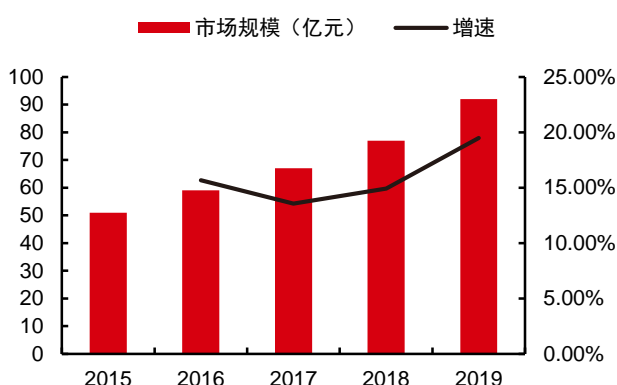
表 28：我国骨科医用耗材集中带量采购开展情况

时间	地区	品种	招采规则	平均降幅	最高降幅
2019 年 7 月	安徽	脊柱类	企业投标、谈判议价（不分国产进口）	53.40%	95.00%
2019 年 7 月	江苏	髌关节	根据企业申报产品组件综合降幅淘汰	47.20%	76.70%
2019 年 12 月	贵州省黔南州	创伤类	专家评审；企业报价，按报价降幅竞价	62.20%	-
2020 年 5 月	贵州省黔南州	脊柱、关节类	专家评审；企业报价，按报价降幅竞价	脊柱类：70.50%； 关节类 65.30%	脊柱类：73.00%； 关节类：72.80%
2020 年 5 月	浙江省	髌关节	专家评审	-	-
2020 年 6 月	江苏	膝关节	根据企业申报代表品组套价格降幅进行淘汰	67.30%	81.90%
2020 年 6 月	云南省曲靖市	关节类	谈判议价		
2020 年 6 月	福建省	关节类	根据企业申报产品组套价格降幅进行淘汰	髌关节：35.32%； 膝关节：32.12%	髌关节：62.19%； 膝关节：61.48%
2020 年 8 月	安徽	关节类	根据企业申报产品组套价格降幅进行淘汰；谈判议价	81.97%	-
2020 年 8 月	湖南省	创伤类	根据企业申报代表品价格降幅排序，由低到高确定拟中选产品	-	-
2020 年 10 月	青海省	关节类	专家评分；谈判议价	-	-
2020 年 10 月	山东七市	创伤类	专家评分	67.30%	94.00%

资料来源：各地区医保局，中信证券研究部

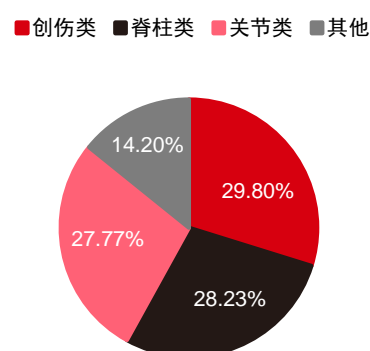
我国骨科创伤类行业维持高速增长。创伤领域是我国骨科耗材行业中规模最大的细分领域，在骨科耗材行业占比约为 30%。根据春立医疗招股说明书，2019 年创伤类市场规模约为 92 亿元，2015-2019 年 CAGR 约为 16%。与脊柱与关节类产品相比，创伤类是国产化率最高的领域，国产占比达到 68%，是骨科耗材中生产技术发展相对较成熟的子领域。根据第七次全国人口普查结果，我国人口老龄化程度进一步加深，60 岁及以上人口为 2.64 亿人，占总人口 18.70%（其中 65 岁及以上人口为 1.91 亿人，占总人口 13.50%）。与 2010 年相比，60 岁及以上人口比例上升 5.44 个百分点。随着年龄增长，骨科疾病患病率显著升高。预计老龄化程度加剧将带动我国骨科行业持续扩容。

图 16：2015-2019 我国创伤类植入器械市场规模（亿元）及增速



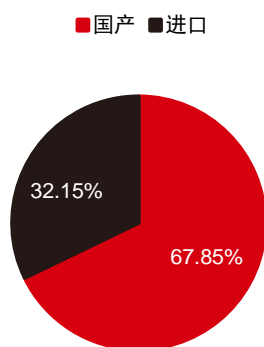
资料来源：春立医疗招股说明书，中信证券研究部

图 17：我国骨科植入性医疗器械主要类别市场份额（2019 年）



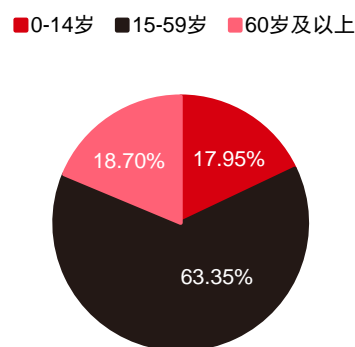
资料来源：春立医疗招股说明书，中信证券研究部

图 18：我国骨科创伤耗材国产进口格局（2018 年）



资料来源：医械研究院《中国医疗器械蓝皮书（2019）》，中信证券研究部

图 19：第七次全国人口普查年龄构成情况



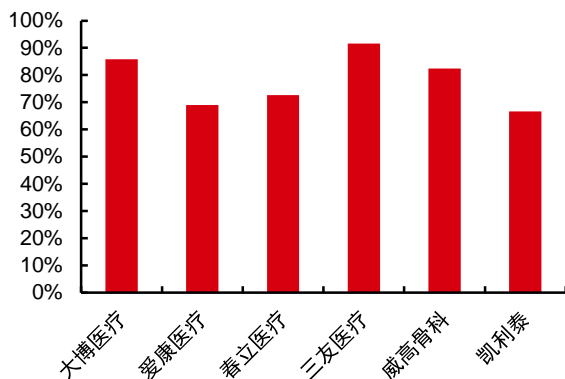
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

集采趋势常态化时代下，行业集中度提升与进口替代将加速进行。骨科耗材集采有利于国产龙头企业市占率提升。龙头企业相比其他规模较小的企业具备成本优势，在产品运送、跟台服务等方面能力更全面，能够更好满足临床需求。集采政策驱动下将倒逼行业整合，中间流通渠道将被简化，市场格局有望重构。由于集采政策保障院方回款，企业可提升直销比例。随着企业销售模式的转变，销售规模较大的企业有望通过以价换量实现整体收入规模的提升。代理商也可适当降低所承担的产品推广进院任务，更多在产品配送环节

加强对临床的服务作用。

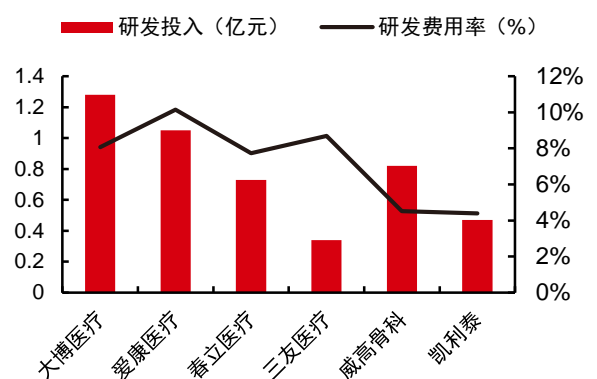
由于此次集采企业报价将包括产品正常损耗、配套螺钉、配送和伴随服务等所有费用，有益于经营规模较大、排名靠前的龙头企业。随着龙头企业中标采购量提升，预计规模效应将会愈发显现，市场集中度将进一步提高。此外，目前国产企业自身技术、工艺及研发能力不断提升，产品相比进口品牌在成本、医工协同等方面具有优势，利于国产骨科企业实现进口替代。

图 20：我国骨科龙头企业毛利率情况（2020 年）



资料来源：各公司 2020 年报，中信证券研究部

图 21：我国骨科龙头企业研发投入与研发费用率情况（2020 年）



资料来源：各公司 2020 年报，中信证券研究部

3) 支付：DRGS 推广在即

改革进程、力度可能难以准确预测，但可以肯定的是，医疗器械领域的改革都是在通过医保基金的战略性购买，来支持真正具有临床价值的医疗器械产品，引导我国医疗器械产业发展。在改革大背景下，企业只有推陈出新，才有未来。

器械投资思路：国际化、国产化、新诊疗、新消费

高景气下有分化，关注四大方向。医疗新基建下，我国医疗器械行业将保持高景气，但更重要的是在国内医疗器械招采和支付政策革新背景下，真正具有临床价值的产品将受到青睐，这样引发医疗器械行业内部的高度分化，我们建议投资者重点关注四大主线：

1) 国际化

医疗器械全球市场广阔，国际化是优秀企业的必然方向，新冠疫情大大加速了优秀企业的国际化进程。我们认为两类企业将明显受益：

- a、抗疫相关产品（抗疫设备、新冠检测）打开海外渠道，传统产品借道放量；
- b、虽然新冠阶段性压制需求，但在需求回暖中依靠海外自营渠道提高市占率。

建议关注迈瑞医疗、南微医学、万孚生物、东方生物等。

2) 国产化

国产器械有望加速实现技术突破、进口替代，进军高端市场。虽然国产企业近年正逐步在各类医疗器械领域实现技术突破，但在 CT、核磁、生化诊断仪器、化学发光、分子诊断等众多领域仍与国际一流产品技术有较大差距。2020 年 3 月 2 日，习总书记指出：“要加快补齐我国高端医疗装备短板，加快关键核心技术攻关，突破技术装备瓶颈，实现高端医疗装备自主可控。”我们预计我国高端医疗器械产业将持续获得政策支持，有望借势实现核心技术突破。另外，在集采、DRGS 预期下，医院也有动力积极推进技术达到标准的国产产品进口替代。

建议关注迈瑞医疗、海泰新光、安图生物、新产业、开立医疗、南微医学、微创医疗、乐普医疗、大博医疗、东富龙、楚天科技等。

表 29：国产医疗器械正在多个细分领域取得突破

细分领域	19 年 市场空间 (进院价)	同比 增速	19 年外资 市占率	出厂 价	终端收费 方式	终端收费 主管部门	招标 主管机构	主要国产企业
化学发光	700 亿	20%	75%	45 扣	检验服务费	医保局	医保局	迈瑞医疗、安图生物、迈克生物、新产业
灌流器	17 亿	30%	10%	80 扣	耗材费	医保局	医保局	健帆生物、威高股份
骨科	290 亿	15%	50%	20 扣	耗材费	医保局	医保局	大博医疗、威高股份、凯利泰、春立医疗、爱康医疗、微创医疗
超声设备	120 亿	8%	75%	50 扣	检验服务费	医保局	卫健委	迈瑞医疗、开立医疗、理邦仪器
硬镜设备	65 亿	14%	90%	40 扣	检验服务费	医保局	卫健委	海泰新光、迈瑞医疗、开立医疗
软镜设备	51 亿	14%	93%	40 扣	检验服务费	医保局	卫健委	开立医疗
软镜耗材	64 亿	16%	72%	35 扣	耗材费	医保局	医保局	南微医学

资料来源：迈瑞医疗、安图生物、健帆生物、乐普医疗、大博医疗、开立医疗、南微医学、海泰新光等公司公告、中信证券研究部 注：出厂价一列中的“XX 扣”，表明相对于进院价的 XX%。

3) 新诊疗

集采和 DRGS 新政下，预计公立医院和民营医疗、科室内部、科室之间三个维度都将迎来再平衡，新诊疗项目有望快速普及，如电生理、外周介入、神经介入、TAVR、分子诊断、手术机器人、内镜、康复等诊疗项目。

建议关注惠泰医疗、心脉医疗、启明医疗、艾德生物、天智航、翔宇医疗、普门科技、伟思医疗、开立医疗、南微医学等。

4) 新消费

消费类耗材需求快速回升，疫情过后国产品牌或更受益。我们建议关注三大方向：

a、眼科：行业扩容、需求回暖、国产市占率提高共振。以角膜塑形镜为例，疫情期间青少年采取网课形式学习，用眼频率大幅上升，由此带来的近视防控需求，有望在后疫情时代快速释放。随着海外疫情的扩散，角膜塑形镜外资品牌的生产供货均受到影响，部分区域已出现外资品牌脱落的现象。高性价比供货快的国产品牌有望借机抢占市场份额。

b、医美：我国医疗美容市场持续扩容，国产化率不断提高。中国医疗美容市场是全球增速最快的医美市场之一。根据 Frost & Sullivan 数据（转引自爱美客招股说明书），2019 年国内医疗美容透明质酸产品的市场规模为 47.6 亿元，2015-2019 年复合增速达到 26.2%，并有望在 2024 年达到 120.4 亿元左右规模。此外，随着肉毒、童颜针（PLLA）、少女针（PCL）等更多新产品的上市，国内注射医疗美容市场仍将快速扩容。从国产化率水平来看，2019 年国内玻尿酸市场，按销量排名，爱美客、韩国 LG、华熙、昊海排在前四，分别占比 26.5%、20.5%、16.1%和 12.0%；按销售金额排名，韩国 LG、艾尔建、高德美、爱美客排在前四，分别占比 22.6%、19.7%、14.5%、14.0%，未来随着国产技术水平和提高和产品质量的稳定，国产化率有望不断提升。**我国医疗美容的渗透率仍有较大提升空间。**虽然我国医疗美容行业正处于快速发展阶段，但与美国、巴西、韩国等国家相比，医疗美容渗透率还远远偏低，预计未来国内医疗美容市场还将持续快速发展，具体趋势包括：非手术类项目受到越来越多的消费者青睐；非公立医疗机构为行业的主要服务主体；医疗技术更加精细，设备更加先进，材料更加安全；消费者群体拓宽；从业机构经营更加规范等。

c、肿瘤早筛产品：液体活检及肿瘤早筛是一个未来潜在市场空间巨大的细分医药子行业，属于分子诊断板块；美国 Grail 是液体活检龙头企业，中国液体活检行业尚处起步阶段；液体活检属于 NGS 产业链中游，技术门槛较高，政策端不断支持行业发展；伴随着人口老龄化以及精准肿瘤学的发展，中国液体活检行业有望迎来爆发式的增长，催生一批百亿乃至千亿市值的龙头企业。

建议关注爱美客、欧普康视、爱博医疗、昊海生科、诺辉健康、艾德生物、贝瑞基因、泛生子、燃石医学等。

综上，重点推荐：疫情背景下，抗疫相关产品驱动业绩增长，国际化水平和品牌影响力持续提升的国产器械龙头企业**迈瑞医疗**；创新研发持续，市场竞争力强，进口替代市场空间广阔的国产电生理和血管介入领域的领先企业**惠泰医疗**；多技术平台优势显著，技术服务和海外业务表现亮眼，与国内外知名药企的伴随诊断合作稳步落地的伴随诊断龙头企业**艾德生物**；创新器械产品布局丰富，以研发能力著称，在“介入无植入”领域处于国内领先地位的心血管介入龙头企业**乐普医疗**；在创伤、脊柱等领域已建立起明显的先发优势，并在关节、微创外科、齿科等赛道持续深化布局的国产骨科领域的龙头企业**大博医疗**；享受药耗集采后带来康复器械行业提速红利，通过多产品平台化布局打破渠道壁垒的康复器械龙头企业**翔宇医疗**。

表 30：医疗器械领域重点推荐/关注公司及投资逻辑

重点公司	投资逻辑
迈瑞医疗	疫情背景下，抗疫相关产品驱动业绩增长，国际化水平和品牌影响力持续提升。
惠泰医疗	创新研发持续，市场竞争力强，进口替代市场空间广阔的国产电生理和血管介入领域。
艾德生物	多技术平台优势显著，技术服务和海外业务表现亮眼，与国内外知名药企的伴随诊断合作稳步落地。
乐普医疗	创新器械产品布局丰富，在“介入无植入”领域处于国内领先地位的心血管介入龙头。
大博医疗	在创伤、脊柱等领域已建立起明显的先发优势，并在关节、微创外科、齿科等赛道持续深化布局。
安图生物	化学发光优势企业，单机持续进口替代，流水线业务自 2021 年开始贡献显著业绩
新产业	化学发光优势企业，依托小项目，仪器已经大量铺设进院。在 2020 年补齐传染病项目后，有望于 2021 年开始在传染病主流项目上加速进口替代。

重点公司	投资逻辑
健帆生物	灌流器行业开拓者，广覆盖+高频率累积效应显现，业绩有望持续较高增长。耗材集采不悲观，海外+新适应症+保险业务打开天花板。
欧普康视	行业扩容、需求回暖、国产市占率提高共振。疫情期间青少年采取网课形式学习，用眼频率大幅上升，由此带来的近视防控需求，有望在后疫情时代快速释放。随着海外疫情的扩散，角膜塑形镜外资品牌的生产供货均受到影响，部分区域已出现外资品牌脱落的现象。高性价比供货快的欧普康视有望借机抢占市场份额。
翔宇医疗	我国老龄化背景下，药品耗材集采持续推进，康养需求契合临床需求和医院利益诉求，康复器械行业有望加速。公司作为器械龙头，产品线丰富，通过一体化解决方案模式打破渠道壁垒，持续整合行业。
普门科技	康复器械行业中的小而美，同时电化学发光业务正在急诊科快速放量，有望于 2022 年切入大检验科的甲功和激素项目。
海泰新光	硬镜设备核心零部件优势公司，深度绑定全球龙头史赛克，自有整机将于 21Q3 展开销售，打开天花板。
开立医疗	软镜设备内资龙头，正享受二级医院普及红利。超声业务有望实现恢复性增长。
南微医学	软镜耗材龙头，借助海外自有渠道，疫情后海外市场地位显著提升。21H1 多款重磅创新产品有望陆续获批。
爱美客	在注射用透明质酸钠产品市场排名第一，并在产品布局、营销推广、新品研发等维度已建立先发优势的国内医疗美容透明质酸市场的龙头企业、系统医美解决方案供应商。

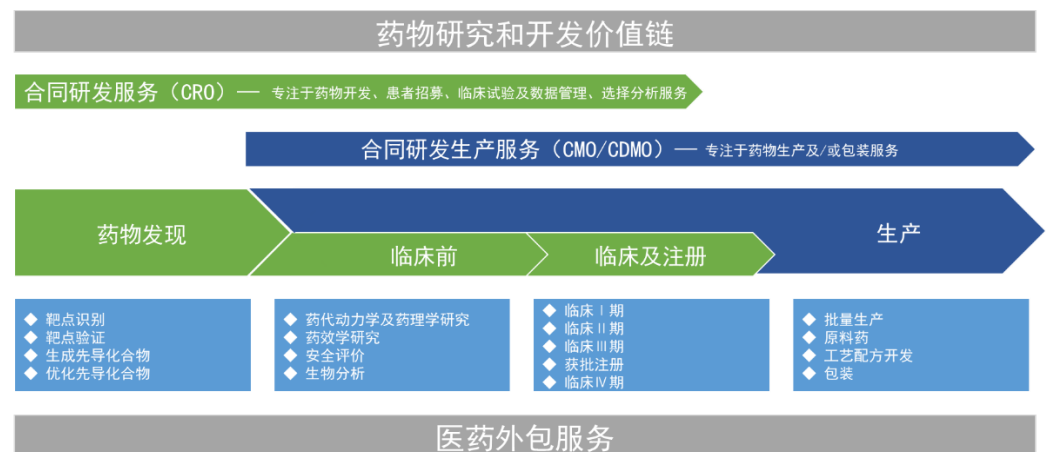
资料来源：中信证券研究部

■ CXO 篇：创新研发的卖水者，行业持续高景气

医药健康投融资额持续向上，CXO 行业持续高景气

充分享受研发创新红利，CRO/CDMO 等医药外包服务行业景气度持续上升。创新需求的不断增长料将催生更多的企业和资本持续投入到生物医药的创新研发领域，而 CRO/CDMO 企业凭借其低成本、高效率、专业化的特点，已经成为医药研发产业链中不可缺少的环节。我们认为国内的 CRO/CDMO 企业将充分享受国产药械创新浪潮崛起和快速发展带来的红利，并且凭借明显的工程师红利和供应成本比较优势，能够在全球市场争夺更多的份额；同时有望借助过去二十年服务于全球产业前沿领域所积累的技术和经验，深度参与全球创新，成为中国生物医药和全球接轨的枢纽。

图 22：医药外包服务贯穿新药研发价值链

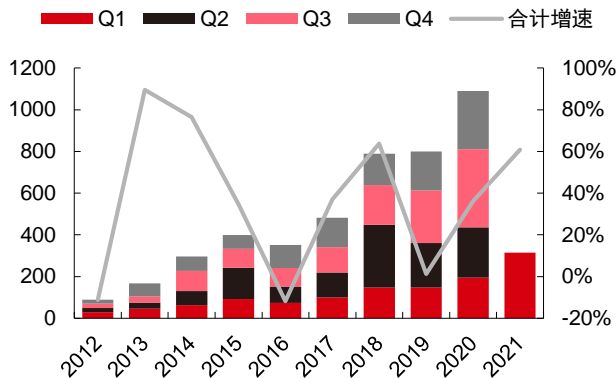


资料来源：康龙化成招股说明书、药明康德招股说明书，中信证券研究部

从全球来看，CXO 属于成长性行业，行业的增长驱动力从核心到表现分别为：“生物医药技术的进步+积极的药监政策” → “活跃的生物医药投融资+中小药企研发管线数量提升” → “行业外包率提升+CXO 公司订单增长，排产紧张”。从可追溯跟踪的投融资数据

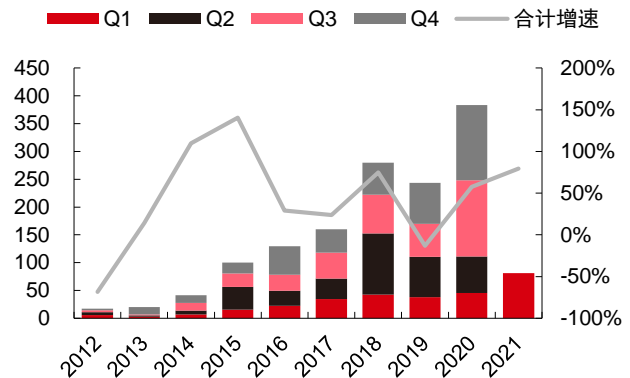
来看，这一轮全球医疗健康产业投融资周期始于 2014 年，2018 年以来屡创历史新高。截至 2021Q1 季度，2021Q1 全球医药健康领域投融资额达到 314.18 亿美元，同比增长 60.85%；国内则为 81.07 亿美元，同比增长 79.27%；投融资趋势继续向好，为行业的高速发展奠定坚实基础。

图 23：全球医疗健康领域融资额（亿美元）



资料来源：动脉网，中信证券研究部 注：截至 2021Q1

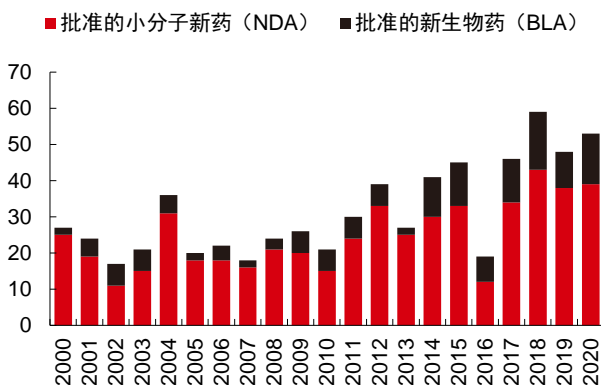
图 24：中国医疗健康领域融资额（亿美元）



资料来源：动脉网，中信证券研究部 注：截至 2021Q1

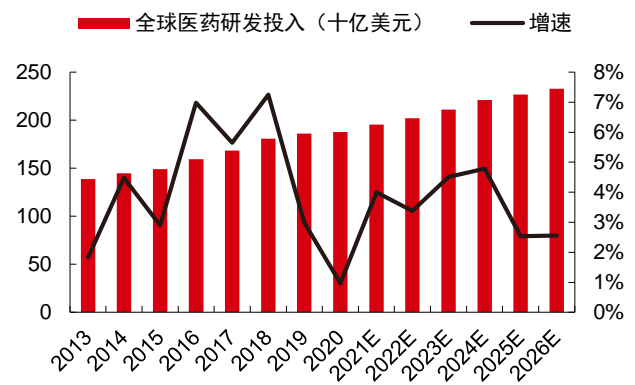
根据 FDA 官网的历史数据来看，2018 年的 59 个新药获批数是二十年来的年度最高值，而 2020 年 FDA 获批药物数量再次突破 50 达到 53 个，继续维持较高水平。创新无止境，FDA 获批新药数量的持续稳定增长，既是监管政策鼓励创新和创新能力积累的集中体现，也将催生更多的企业和资本持续投入到生物医药的创新研发领域，从而支撑 CRO/CDMO 外包服务行业的长期成长空间。

图 25：FDA 新药获批数量（个）



资料来源：FDA，中信证券研究部

图 26：全球医药研发持续投入



资料来源：EvaluatePharma（含预测），中信证券研究部

从国内 CDMO 来看，作为全球竞争市场的参与者，在上述行业发展大背景下，叠加了两个自我成长逻辑：a. 国内工程师红利和制造业的比较优势下，全球客户创新药产能需求逐渐转移国内，中国公司全球份额不断提升，特别是小分子 CDMO 领域（海外 CDMO 巨头资本投入相对更聚焦大分子和制剂）；b. 国内创新药行业从 0 到 1 的爆发式增长，带来 CDMO 公司国内客户收入爆发式增长。a 的成长性（增速）和全球 CDMO 行业发展的驱动力相关，而 b 的驱动力伊始于 2015 年国内药监政策改革；根据药物研发项目特性，

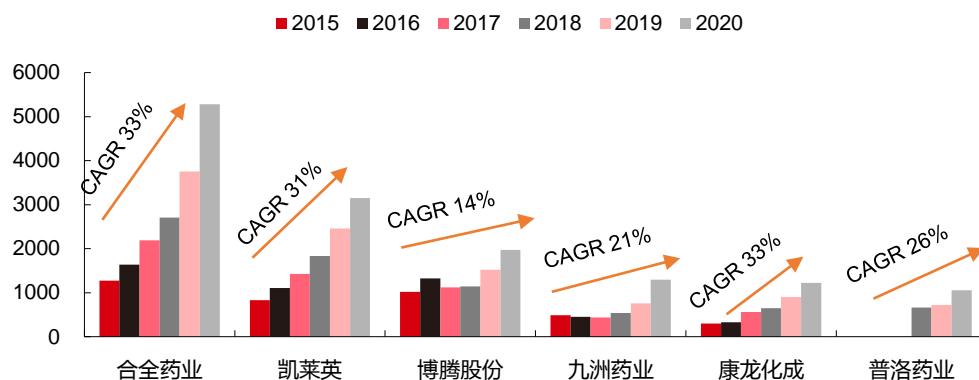
CDMO 项目放量主要在商业化，而从早期开发到商业化需要 5-7 年时间；2020-2021 年原本就是两股驱动力共振放量刚开始的阶段，疫情则阶段性加速了 CDMO 公司获取全球份额的趋势。

表 31：国内部分主要 CDMO 企业药物管线数量增长情况和市占率估算（2020）

企业	战略布局	占全球小分子药物管线比例	占全球新药管线
合全药业	由 2012 年的 246 个增长到 2020 年的 1314 个	14.0%	7.4%
凯莱英	由 2013 年的 322 个增长到 2020 年的 686 个	7.3%	3.9%
九洲药业	由 2015 年的 103 个增长到 2020 年的 494 个	5.3%	2.8%
博腾股份	由 2017 年的 128 个增长到 2020 年的 359 个	3.8%	2.0%
普洛药业	2020 年首次披露管线数量为 200 个	2.1%	1.1%

资料来源：各公司年报，pharmaprojects，中信证券研究部测算

图 27：中国部分小分子创新药 CDMO 企业业务收入（单位：百万元）

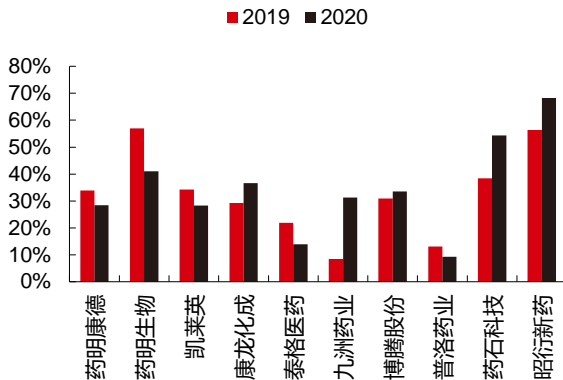


资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：普洛药业从 2018 年开始披露 CDMO 业务收入

后疫情时代国内 CXO 加强全球产业化扩张和整合，国际化发展加速推进

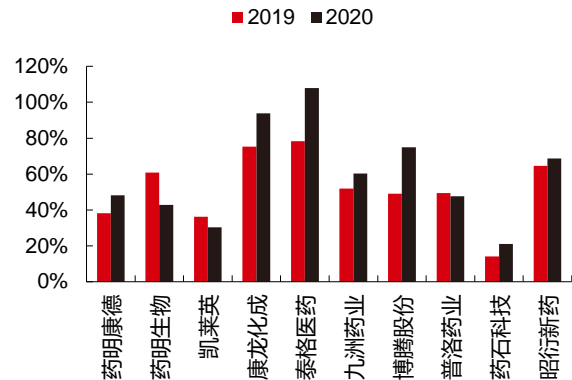
我们认为新冠疫情可以看做百年一遇的周期，从几个不同层面加强了国内 CXO 行业的增长驱动力，行业有望进一步提速：一方面，国内疫情控制相对较好，海外疫情的爆发加速了产业链转移，CDMO 公司扩产更加积极，临床前 CRO 公司的高速增长，这些临床前项目需求有望继续传导到临床 CRO 和 CDMO 公司的后期阶段项目；另一方面，疫情加速新治疗技术的发展，如 ADC、双抗、溶瘤病毒、mRNA、多肽、核酸、PROTACS、LYTAC 等分子结构愈发复杂的新技术，这类新技术需求爆发式增长的驱动下，新药研发对于 CMC（工艺开发）和试验设计能力的要求也进一步提升；我们预计，CDMO 行业的远期外包率和龙头市占率天花板也有望随之提升。

图 28：2020 年主要 CXO 企业收入增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

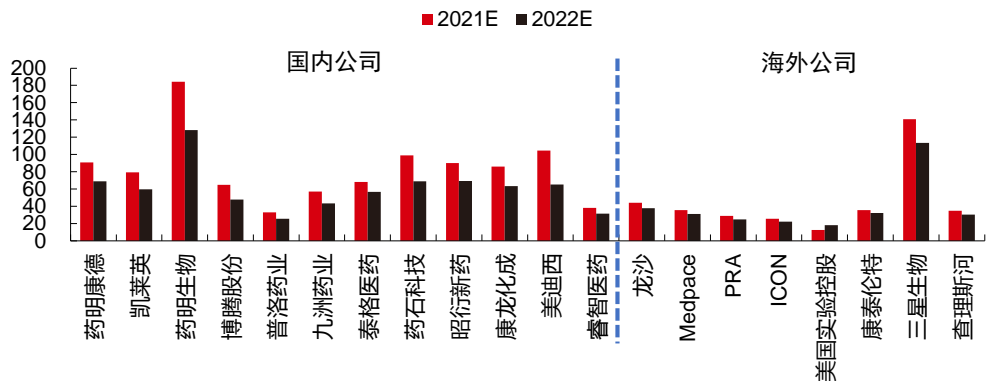
图 29：2020 年主要 CXO 企业净利润增速



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：药明康德、药明生物等为经调整归母净利润，泰格医药为扣非归母净利润

从收入端来看，国内主要 CXO 企业，尤其是小分子创新药 CDMO 企业近年来已开始呈现出高速增长态势。我们认为，资本热潮下叠加国内 MAH 制度试行至今，众多临床前项目需求有望继续传导到临床 CRO 和 CDMO 公司的后期阶段项目，国内 CXO 企业作为全球竞争市场的参与者，凭借国内工程师红利和制造业的比较优势，全球份额不断提升，而 2020 年初爆发的新冠疫情，国内控制相对较好，导致海外订单需求阶段性向中国转移加速，加速行业爆发式增长趋势，前两年已经不错的行业增长进一步提速，带来可观的业绩弹性——如药明康德、博腾股份、药石科技、昭衍新药、九洲药业等公司 2020 年利润端在 2019 年基础上进一步加速。

图 30：国内外主要 CXO 企业 2021、2022 年预测市盈率



资料来源：Bloomberg，Wind，中信证券研究部（均为 Wind 或 Bloomberg 的一致预测） 注：股价为 2021 年 5 月 6 日收盘价

而对于国内 CXO 企业，新冠疫情的契机下，凭借成本/效率/技术的综合比较优势，加速进入国际产业链，进一步抢夺市场份额——一方面，行业高景气度下国内 CXO 企业业绩上的加速增长和全球市占率的不断提升带来估值水平的水涨船高（相比海外成熟 CXO 巨头的估值水平）；另一方面，国内 CXO 企业利用高的估值杠杆加速全球产业化扩张和整合，一体化平台/全产业链布局得到加强，正向循环促进下，我们认为国内 CXO 企业头部效应未来有望进一步显现。

具体来看，如药明康德 2020 年先后完成对明捷医药、库威工厂和 OXGENE 的收购，继续加强在临床前研究、CDMO 生产和细胞、基因疗法的能力；药明生物先后完成对拜耳位于德国的两个工厂、辉瑞中国位于杭州的生物药生产基地和苏桥生物的收购，进一步提升公司生物药原液及制剂产能；泰格医药则主要完成对北京雅信诚和上海谋思的控股，以及通过方达收购 Biotranex 和 ACME，继续加强 BE 业务及实验室服务的能力；昭衍新药则在 2019 年底完成收购 Biomere，加快推进国际化布局；凯莱英则完成收购冠勤医药，加强公司在临床前及临床两大平台的服务能力；维亚生物则先后收购 SYNthesis 全部股权和朗华制药 80% 的股权，加强全产业链布局；成都先导 2020 年则完成收购 Vernalis；药石科技 2021 年完成对浙江晖石的控股；九洲药业则在 2019 年底完成对苏州诺华的收购。

表 32：国内主要 CXO 企业近 1-2 年来主要收并购情况

公司	时间	事件
药明康德	2019 年 5 月	宣布收购美国临床研究服务 Pharmapace 公司，拓展临床研究数据统计分析服务能力
	2020 年 9 月	完成收购明捷医药 60% 股份，进一步拓展药物质量分析领域的能力与规模
	2021 年 2 月	合全药业将收购百时美施贵宝位于瑞士库威（Couvet）的生产基地，收购完成后，库威工厂将成为合全药业在欧洲的首个生产基地，进一步拓展其平台能力与规模
药明生物	2021 年 3 月	完成对 OXGENE 的收购，持续加强细胞和基因疗法全球服务能力
	2020 年 4 月	完成对拜耳位于德国勒沃库森一家生物制剂工厂的收购交易，这家德国工厂投入运营后，将提供无菌灌装及冻干制剂服务，年产量高达 1000 万瓶
	2020 年 12 月	将收购拜耳位于德国伍珀塔尔的生物药原液厂，该生物药原液厂面积达 3 万平方米，包括 3 条 1000 升灌流和 6 条 2000 升流加生产线以及独立的下游配套设施（目前已完成收购）
	2021 年 3 月	宣布与辉瑞中国达成一项收购协议，药明生物将收购辉瑞中国位于杭州的先进生物药生产基地，该基地面积达五万平方米，于 2018 年投入 GMP 生产，包括一条原液生产线和两条制剂生产线
康龙化成	2021 年 3 月	将收购苏桥生物超过 90% 的股份，收购完成后，药明生物将新增生物药原液二十一厂（MFG21，总计 7000 升）和制剂十一厂（DP11，液体和冻干）（目前已完成收购）
	2020 年 6 月	完成了北京联斯达的控股，然后通过联斯达相继收购北京松乔和法荟（北京）医疗，进一步加强临床研究现场服务、受试者招募服务和医疗器械合规及临床研究领域的服务能力
	2020 年 11 月	收购 Absorption 及其全资子公司，加强在细胞和基因疗法新兴领域的药品评估能力，进一步布局细胞和基因疗法服务的大平台
	2021 年 2 月	与艾伯维公司签订正式协议收购其旗下位于英国利物浦的 Allergan Biologics Limited，建立细胞和基因产品的 CDMO 服务能力
泰格医药	2021 年 4 月	与新日本科学（亚洲）有限公司签订正式协议，收购肇庆创药，加强对实验动物的质量控制，优化实验动物供应体系，强化在药物安全性评价等生物科学方面的能力
	2019 年 8 月	拟 8208 万元收购北京雅信诚 38% 股权，整合临床翻译资源，本次收购让完成后，公司将持有北京雅信诚 55% 股权，北京雅信诚将成为公司控股子公司
	2020 年 1 月	公司受让上海谋思医药科技有限公司 27% 的股权，受让后公司持股 60%，其成为公司控股子公司
	2020 年 4 月	方达医药收购美国位于美国新泽西州的 Biotranex，扩展药物代谢和药代动力学（DMPK）服务
昭衍新药	2020 年 7 月	方达控股收购 ACME，ACME 专门为从事药物发现及开发活动的生物制药公司提供合成与药物化学及工艺研究开发服务
	2019 年 12 月	收购美国 Biomere 公司 100% 股权，收购完成后，昭衍新药将在美国东部地区拥有 GLP 实验室，Biomere 公司将纳入合并报表范围
凯莱英	2020 年 9 月	公司以自有资金合计 3000 万元收购冠勤医药原股东持有的 100% 股权，加强在临床前及临床两大平台的服务能力
维亚生物	2020 年 9 月	收购 SYNthesis 全部股权，代价约为 8000 万美元，对维亚生物在产业链进行垂直整合并建立综合的一站式药物服务平台具有重要的战略意义
	2020 年 11 月	完成收购朗华制药 80% 的股权，交易完成后，朗华制药将成为维亚生物的非全资附属公司，并将作为集团小分子药及中间体的唯一 CDMO 平台
成都先导	2020 年 10 月	拟收购 Vernalis 公司 100% 股权，此次收购将对公司在现有 DNA 编码化合物库核心技术基础上，极大

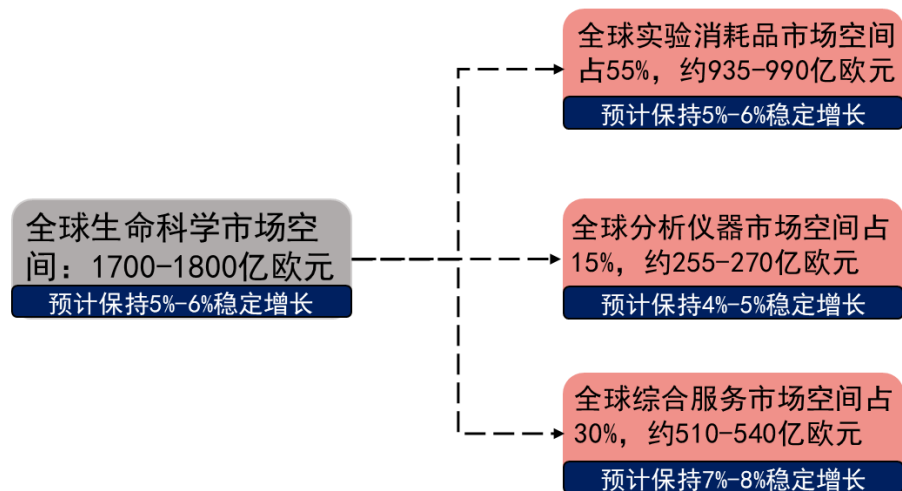
公司	时间	事件
		丰富其在药物发现领域的筛选技术和优化手段
药石科技	2021 年 3 月	拟收购浙江晖石 16.5% 股权，收购完成后将正式控股浙江晖石。浙江晖石主要提供临床阶段项目和商业化项目的开发和生产
九洲药业	2019 年 9 月	与诺华投资签署协议，拟以自筹资金收购交易对方持有的剥离技术与药品开发资产后的苏州诺华 100% 股权，进一步提升公司作为诺华集团全球供应链中战略供应商的地位

资料来源：各公司公告及官网，中信证券研究部

科研支出高保持速增长，科学服务行业方兴未艾

科学服务行业是服务于科技创新研发的核心行业，全球研发经费呈稳定增长趋势。近年来随着世界科技竞争日趋激烈，各个国家均将资源集中到研发、教育等知识密集型领域，政府、企业和科研机构研发经费的稳定投入将持续带动科学服务行业市场规模不断增长——根据 Statista 机构统计，2019 年全球研发总支出约 2.37 万亿美元，2010-2019 年复合增速 6% 左右。根据德国默克 2021 年官网提供的投资者交流材料数据中，德国默克预计全球整个生命科学市场空间约为 1700-1800 亿欧元，并且预计未来 5 年仍能够保持 5%-6% 的稳定增长；具体来看，其中实验消耗品市场约占 55%，约 935-990 亿欧元，预计未来保持 5%-6% 的稳定增长；分析仪器市场约占 15%，约 255-270 亿欧元，预计未来保持 4%-5% 的稳定增长；服务市场约占 30%，约 510-540 亿欧元，预计未来保持 7%-8% 的中高个位数增长。

图 31：全球科学服务市场空间广阔（德国默克数据）

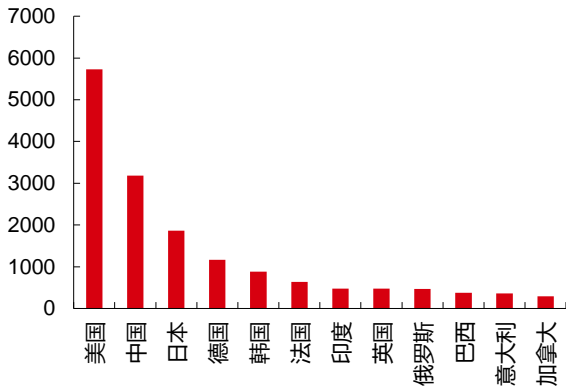


资料来源：德国默克含预测，中信证券研究部

中国科学研究起步较晚，但近年来科研经费投入增长显著。根据国家统计局《2019 年全国科技经费投入统计公报》数据，2019 年全国共投入研究与试验发展（R&D）经费 22144 亿元，比上年增加 2466 亿元，同比增长 12.53%，2010-2019 年均复合增速 13.54%；研发支出占 GDP 比重也由 2010 年的 1.70% 上升到 2019 年的 2.23%。根据国务院 2016 年发布的《国家创新驱动发展战略纲要》，纲要预计“到 2030 年跻身创新型国家前列，研究与试验发展（R&D）经费支出占国内生产总值比重达到 2.8%”。综上，假设到 2030 年中国研发投入强度达到 2.8%，参考国际货币基金组织 IMF 的预测到 2030 年中国 GDP 总

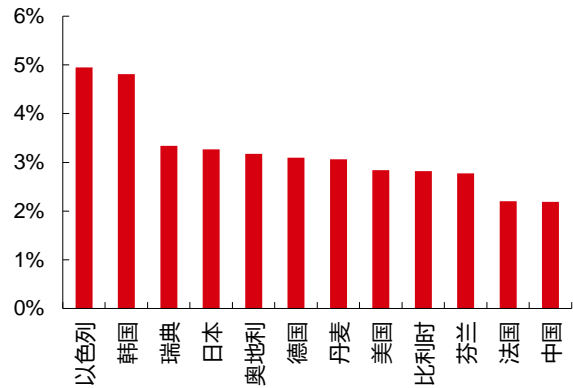
值将超过 25 万亿美元,则 2030 年中国研究与试验发展(R&D)经费支出有望达到约 50000 亿元,2019-2030 年复合增速预计约为 8%。

图 32: 2018 年全球主要国家研发支出 (亿美元)



资料来源: Wordbank, OECD, 中信证券研究部

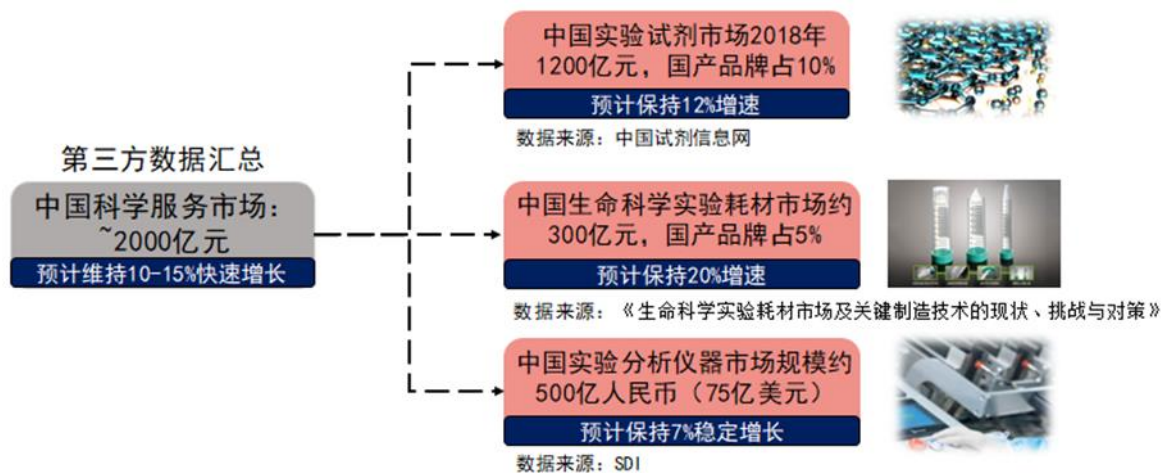
图 33: 2018 年全球主要国家研发投入强度(占 GDP 比例)



资料来源: Wordbank, OECD, 中信证券研究部

因此总体来看,中国科研经费投入近年保持增长,未来投入强度预计仍将稳步提高——我们认为中国科研经费,特别是在生物医药和新材料等领域的持续增长,将带动市场对科研实验用品需求的增加,预计科学服务行业市场将进一步扩容。

图 34: 国内科学服务市场分类 (第三方数据)



资料来源: 中国试剂信息网,《生命科学实验耗材市场及关键制造技术的现状、挑战与对策》(刘佳、吴茉莉)、SDI、中信证券研究部预测

综上,我们认为当前中国正处在创新驱动、转型升级的关键时期,国家高度重视科研投入和技术研发。而国内企业具有明显的后发优势,且国内科学服务行业对大型本土机构的需求愈发旺盛(更好的服务、更高的效率、更低的成本等),参考海外巨头的成长路径,未来国内企业有望利用中国制造优势和工程师红利,通过加强产品研发生产和高效本土化服务能力,同时借助资本市场,预计在未来 5-8 年会诞生 1 家或几家百亿收入的国内巨头:

一方面,从国内科学服务行业整体市场空间来看,我们预计目前国内科学服务商大多只有 1%不到的市占率,未来提升空间巨大。我们结合科研机构和企业中的研发支出占比,

分领域（化学试剂/实验耗材/实验分析仪器）测算中国科学服务行业市场规模约 2500 亿元，并且预计未来长时间内（2030 年及以前）国内科研投入还会以 8% 左右的速度驱动整体行业增长；参考赛默飞在全球市场 15% 左右的市占率水平，我们预计国内科学服务行业的大型本土企业，有望通过本地化服务能力和兼并整合，在国内市占率达到 5-10%，整体收入超过 100 亿元（2500 亿元*5%=125 亿元）。

另一方面，从单个企业在国内能达到的收入规模来看，跨国巨头中国区的收入已经远超 100 亿元。赛默飞中国 2020 年收入约 196 亿人民币，参考赛默飞全球收入中约 51% 是试剂和耗材，推断赛默飞中国仅试剂和耗材的收入就接近 100 亿人民币；而试剂和耗材相对于设备来说，相对更容易进行进口替代。

综上，重点推荐小分子 CDMO 创新药项目管线储备最深厚的一体化 CRO/CDMO 外包服务龙头**药明康德**；CDMO 核心技术优势明显、客户结构优秀、储备品种丰富的**凯莱英**；与诺华深度战略绑定重磅药 API 生产服务，并有数个国内 MAH 项目即将报产的**九洲药业**；受益于注射剂一致性评价政策落地的国内一类玻璃瓶龙头**山东药玻**；辅料行业整合、进口替代加速背景下的国内药辅行业龙头**山河药辅**；具备核心技术专利护城河的国内领先的医用聚乙二醇及衍生产品研发生产企业**键凯科技**；可提供全流程覆盖一站式服务的国内领先的科学服务龙头企业**泰坦科技**。

表 33：CXO 领域重点公司及投资逻辑

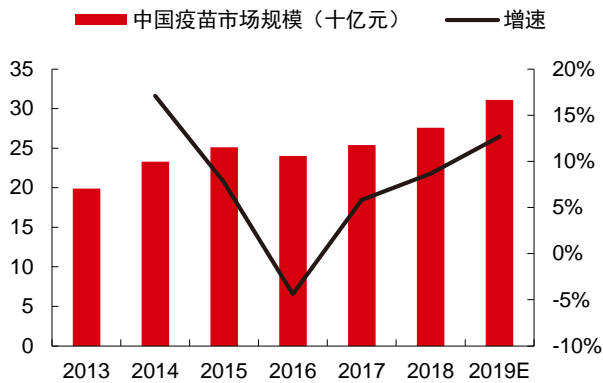
重点公司	投资逻辑
药明康德	小分子 CDMO 创新药项目管线储备最深厚的一体化 CRO/CDMO 外包服务龙头
凯莱英	CDMO 核心技术优势明显、客户结构优秀、储备品种丰富
九洲药业	与诺华深度战略绑定重磅药 API 生产服务，并有数个国内 MAH 项目即将报产
泰坦科技	可提供全流程覆盖一站式服务的国内领先的科学服务龙头企业
键凯科技	具备核心技术专利护城河的国内领先的医用聚乙二醇及衍生产品研发生产企业
山东药玻	受益于注射剂一致性评价政策落地的国内一类玻璃瓶龙头
山河药辅	辅料行业整合、进口替代加速背景下的国内药辅行业龙头

资料来源：中信证券研究部

■ 疫苗篇：后疫情时代有望迎黄金发展十年

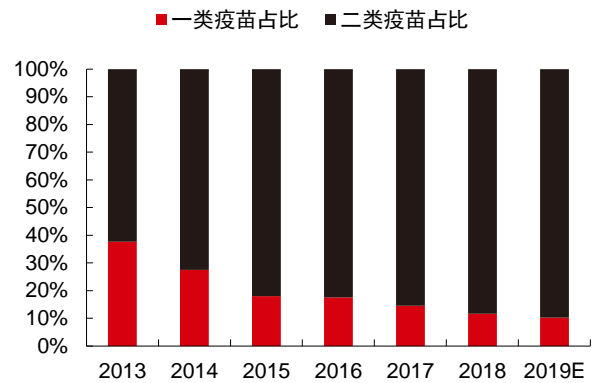
中国疫苗市场规模未来有望加快增长。中国约有 14 亿人口，庞大的人口基数带来对疫苗的巨大需求。近年来，随着人民支付能力的提高和防病意识的增强，接种疫苗的需求持续增加。根据灼识咨询统计，中国疫苗市场规模由 2013 年约 199 亿元增加到 2019 年 311 亿元，CAGR 达 7.72%。我们预计到 2030 年疫苗市场规模将超过 1000 亿元，2019 年到 2030 年 CAGR 提高到 11.30%，国内疫苗市场有望快速发展。

图 35：2019 年中国疫苗市场规模约 311 亿元



资料来源：灼识咨询，中信证券研究部预测

图 36：中国疫苗市场二类疫苗占比近 90%（按销售额计算）



资料来源：灼识咨询，中信证券研究部预测

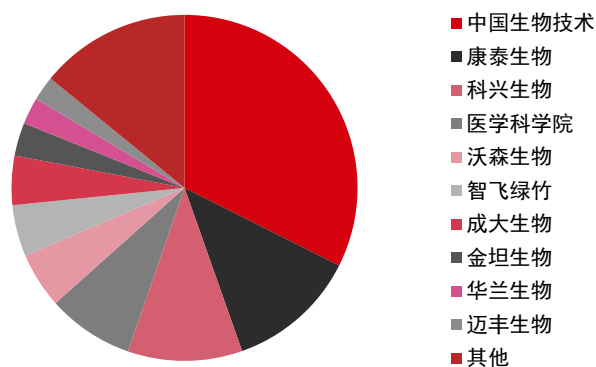
表 34：国内疫苗主要分为一类和二类疫苗

阶段	品种个数	主要内容
一类疫苗	15（不包括地方增补）	指政府免费向公民提供，公民应当依照政府的规定受种的疫苗，包括国家免疫规划确定的疫苗，省、自治区、直辖市人民政府在执行国家免疫规划时增加的疫苗，以及县级以上人民政府或者其卫生主管部门组织的应急接种或者群体性预防接种所使用的疫苗。
二类疫苗	>40	指由公民自费并且自愿受种的其他疫苗。

资料来源：国务院《疫苗流通和预防接种管理条例》，中信证券研究部

中国疫苗生产企业数量众多，集中度较低。根据中国食品药品检定研究院的批签发数据，2019 年中国共有 41 家具有疫苗批签发的企业，占全球疫苗企业数量的 25%-40%，数量众多。根据灼识咨询统计，2018 年中国疫苗市场 CR4 为 60%，而全球疫苗四巨头占据全球 84.66% 的市场份额，此外中国疫苗市场份额第一的企业中国生物技术包括北京、兰州、武汉、长春等生物制品研究所，中国疫苗行业集中度低。

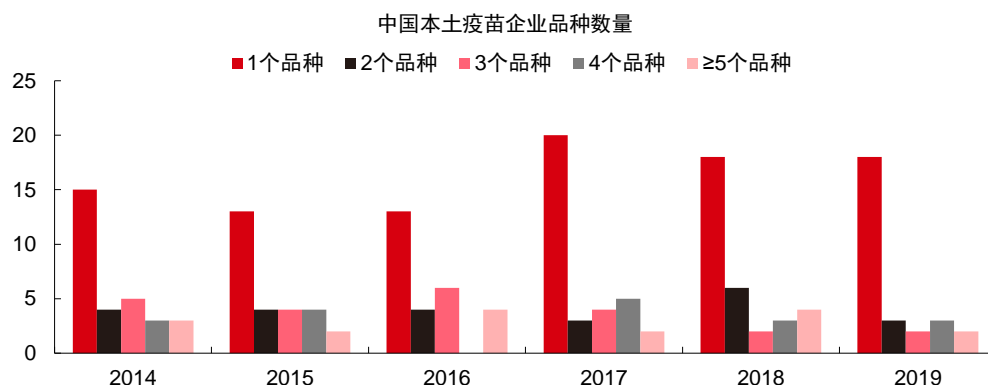
图 37：2018 年中国前十大疫苗公司市场份额



资料来源：灼识咨询，中信证券研究部

中国疫苗生产企业规模小，品种单一。中国绝大多数疫苗生产商规模偏小，生产的疫苗多数也是传统的疫苗，产品同质化问题严重。除了中国生物技术旗下 6 大生物制品研究所外，超过一半的国内企业每年获得批签发的疫苗品种仅有 1 个。

图 38：超过一半以上国内企业仅能生产一种疫苗产品

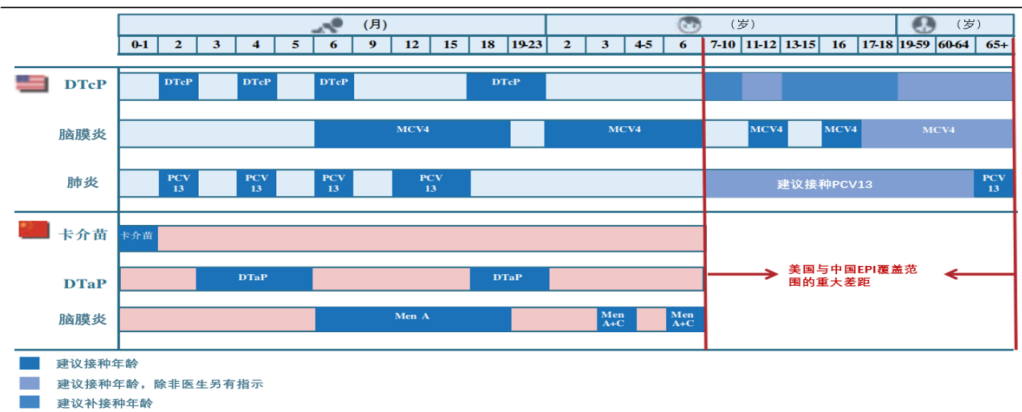


资料来源：灼识咨询，中国食品药品检定研究院，中信证券研究部

对中美疫苗市场进行对比分析，我国疫苗市场在多方面都与发达国家相差甚远，主要体现在以下三方面：

- **市场规模较小，人均消费低。**2019 年中国疫苗市场规模在 300 亿左右，整体市场规模仅是全球 300 亿美元市场总额的七分之一。此外，人均疫苗消费方面，中国 2017 年人均疫苗消费 3 美元，而美国为 50 美元。（根据灼识咨询）
- **国内以老旧品种为主，创新性疫苗较少。**EPI 指的是中国的扩大免疫计划，对比中美疫苗接种谱（针对脑膜炎、肺炎及百白破），发现国内外差距较大。例如，针对脑膜炎，国内使用的是 Men A 或 Men A+C，而国外已基本由 MCV4 替代。针对百白破，国内使用的是 DTaP，而国外已基本由 DTcP 替代。
- **6 岁以上的青少年及成年人疫苗市场空白。**对比中美疫苗接种谱（针对脑膜炎、肺炎及百白破），美国针对青少年及成年人已有多款疫苗在使用，例如针对脑膜炎的 MCV4 以及针对肺炎的 PCV13。而国内针对此年龄段的市场一片空白，有望迎来重大发展机遇。

图 39：中美疫苗接种谱具有较大差异



资料来源：康希诺招股说明书

重大“黑天鹅”事件引领行业加强监管。2016 及 2018 年，我国相继爆发了“山东毒疫苗事件”及“长生疫苗”事件两起重大安全事故，分别促成了《疫苗流通管理条例》的修订和《疫苗管理法》的出台，带来行业监管体系的迅速严格化与完善化。

表 35：中国近年来发生多次疫苗事件

时间	疫苗黑天鹅事件
2004 年	江苏宿迁假疫苗案
2005 年	安徽泗县疫苗违规接种事件
2008 年	江苏延申、河北福尔疫苗造假事件
2009 年	大连金港安迪疫苗违法添加事件、广西来宾假狂犬疫苗事件
2010 年	山西疫苗事件
2012 年	山东潍坊非法疫苗案
2016 年	山东疫苗事件
2018 年	长春长生疫苗事件

资料来源：CCTV 新闻，中信证券研究部

《疫苗管理法》将开启中国疫苗新时代，竞争优势将向龙头倾斜。疫苗市场因其高研发投入，高生产设备要求，是天然的高度垄断行业。从海外市场情况来看，四大制药巨头市场份额达到 88.5%（根据 Evaluate Pharma），我国行业集中度仍有大幅上升空间：

- **从上游研发上，支持创新研发并建立优先审批通道：**利好具备成熟研发平台的龙头企业，未来我国疫苗竞争格局预计将由 2000~2010 年间的单品种多家企业生产的价格竞争转向积极开拓潜在市场的技术竞争；
- **从生产监管上，进一步规范化生产流程：**加大飞行检查力度，具备规范量产工艺的大型疫苗企业竞争力将继续加强；
- **从价格管理上，持续放开二类疫苗自主定价权：**我国疫苗主流市场转向二类疫苗趋势加速，增厚优质疫苗生产厂商利润空间，逐步形成品牌竞争。

图 40:《疫苗管理法》出台将加速行业整合,提高准入门槛,利好优势企业

<p>1) 提高市场准入门槛,控制疫苗生产企业数量:</p> <p>《疫苗管理法》中多次提到“国家对疫苗生产企业实行严格准入管理”,并明确指出“引导产业结构优化,引导和鼓励疫苗生产企业规模化、集约化发展”。中国疫苗行业整体企业规模小、生产组织分散、生产技术不高、国际竞争力不强,预计未来国家将严格控制疫苗生产企业数量,部分生产规模小、品种单一的企业迫于生存压力将逐渐被淘汰或被并购,行业集中度将显著提高。</p>
<p>2) 鼓励疫苗研发创新,对创新疫苗予以优先审评审批:</p> <p>《疫苗管理法》中明确指出“国家支持促进疫苗研制和创新。鼓励加大研制和创新资金投入。安排必要资金,支持多联多价等新型疫苗的研制。对疾病预防、控制急需的疫苗和创新疫苗予以优先审评审批。”国内疫苗企业整体研发能力不足,研发投入低,生产疫苗品种多为传统疫苗,缺少创新疫苗和多联多价疫苗。预计研发管线丰富且具有领先创新研发实力的优势疫苗企业未来产品上市速度将进一步加快,疫苗行业马太效应愈发凸显。</p>
<p>3) 二类疫苗企业具有自主定价权:</p> <p>《疫苗管理法》中明确指出“疫苗的价格由疫苗上市许可持有人依法自主合理制定。疫苗的价格水平、差价率、利润率应当保持在合理幅度。”“长生疫苗”事件后,部分疫苗品种均有不同幅度涨价,预计二类疫苗品种丰富的企业将更具有市场话语权。</p>
<p>4) 企业违法犯罪成本显著提高,处罚严厉:</p> <p>《疫苗管理法》中明确疫苗犯罪行为依法将从重追究刑事责任,并指出对违法单位的法定代表人、主要负责人、直接负责的主管人员和其他责任人员,要给予严厉的资格罚、财产罚和自由罚。《疫苗管理法》的出台将显著提高行业规范程度,严厉打击违法违规,推动行业企业优胜劣汰。</p>

资料来源:《中华人民共和国疫苗管理法》,CPHI 制药在线,中信证券研究部

研发管线丰富且具有领先创新研发实力的优势疫苗企业未来将迎黄金发展期。2017 年中国共有 45 家具有疫苗批签发的企业,2018 年底这一数字减少至 39 家,至 2019 年底,具有疫苗批签发企业共 34 家。可以看到,随着监管政策的逐渐完善,行业准入门槛和规范程度的不断提高,疫苗技术迭代升级发展,疫苗行业的整合重组大势所趋,集中度也有望快速提高。规模小、品种单一、缺乏核心研发能力、生产水平落后的疫苗企业将面临被淘汰或并购的生存压力,而研发管线丰富且具有领先创新研发实力的优势疫苗企业未来预计将占据更多市场份额。

新冠病毒类流感化概率高,全球 2021 年新冠疫苗销售额有望破五百亿美元。新冠病毒变异株可以同时提高传播性和降低疫苗有效性,考虑到目前测序渗透率较低,真实世界的突变远比我们想的要复杂,新冠疫苗大概率会像流感病毒一样需要每年针对新变异病毒进行研发,不断更新迭代。参考 Bernstein 分析师的预测,BioNTech/辉瑞、Moderna、阿斯利康、Novavax 和强生五家公司的新冠疫苗销售额将达到约 385 亿美元,有望获得一半以上的市场份额,与我们判断的全球新冠疫苗市场有望超过 500 亿美元的结论相吻合。

表 36:简单测算下不同疫苗保护率与保护时长下新冠疫苗需求分析

	单次疫苗需求量					保护时长(年)
	1	1.5	2	2.5	3	终身(仅一次)
50%	102.22	68.15	51.11	40.89	34.07	102.22
60%	85.18	56.79	42.59	34.07	28.39	85.18
70%	73.02	48.67	36.51	29.20	24.34	73.02
80%	63.87	42.59	31.95	25.56	21.30	63.87
90%	56.79	37.86	28.39	22.72	18.93	56.79
100%	51.11	34.07	25.56	20.45	17.04	51.11

资料来源:世界银行,IPSOS,中信证券研究部。

新冠疫苗国内销售额规模有望达千亿级别。假设我国重点人群 7-8 亿人需要接种,两

剂看大约是 15 亿的需求，定价方面按均价 100 元每支估算，也是 1500 亿规模的市场。目前国内获批紧急使用的主要有灭活路径的国药中国生物、科兴生物、康泰生物；腺病毒载体路径的康希诺、重组蛋白路径的智飞生物这五款新冠疫苗；后续复星代理的 Biontech mRNA 路径疫苗以及沃森和艾博合作的 mRNA 疫苗也有望国内获批，共同抢占这千亿级别市场。

疫苗行业是医药行业的一个细分子赛道，其竞争门槛高，产品审批严格，伴随着人口老龄化、新冠疫情催化及大众健康意识觉醒，其未来业绩确定性较强，给予“强于大市”评级。重点推荐智飞生物（新冠重组蛋白疫苗销售放量，代理 HPV 疫苗放量）、康希诺（唯一单针法，新冠腺病毒载体疫苗销售放量，MCV4 有望年中上市）、康泰生物（四联苗放量，乙肝疫苗复产，新冠灭活疫苗国内销售放量）、沃森生物（13 价肺炎疫苗国产替代，二价 HPV 有望 21 年上市，新冠 mRNA 疫苗三期）、华兰生物（流感疫苗放量，与俄罗斯合作腺病毒载体新冠疫苗）。

表 37：疫苗领域推荐标的及理由

推荐标的	推荐理由
智飞生物	新冠重组蛋白疫苗销售放量，代理 HPV 疫苗放量
康希诺	唯一单针法，新冠腺病毒载体疫苗销售放量，MCV4 有望年中上市
康泰生物	四联苗放量，乙肝疫苗复产，新冠灭活疫苗国内销售放量
沃森生物	13 价肺炎疫苗国产替代，二价 HPV 有望 21 年上市，新冠 mRNA 疫苗三期
华兰生物	流感疫苗放量，与俄罗斯合作腺病毒载体新冠疫苗

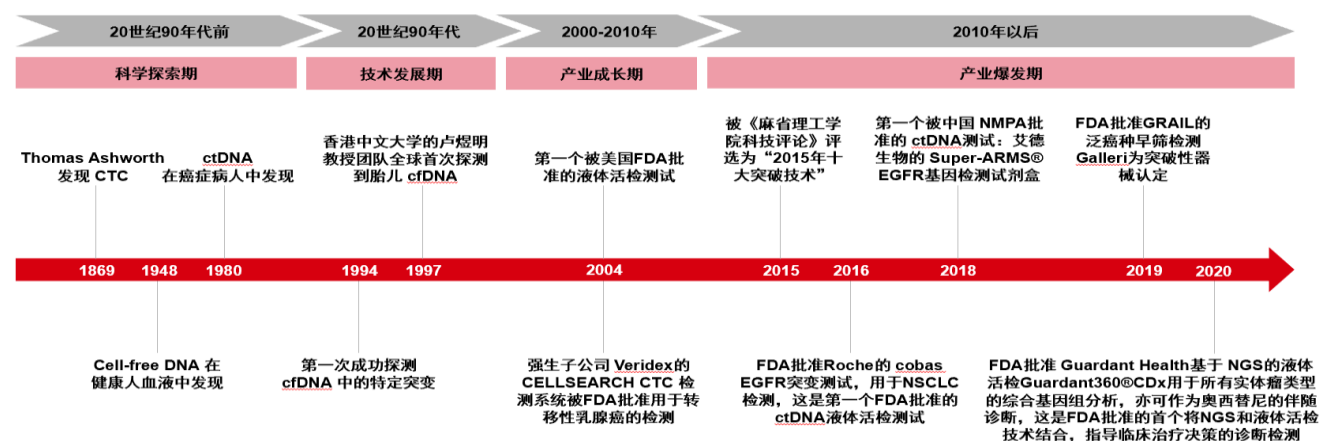
资料来源：中信证券研究部

■ 液体活检和肿瘤早筛篇：千亿级癌症检测蓝海

液体活检及肿瘤早筛未来潜在市场空间巨大：美国 Grail 是液体活检龙头企业，中国液体活检行业尚处起步阶段；液体活检属于 NGS 产业链中游，技术门槛较高，政策端不断支持行业发展；伴随着人口老龄化以及精准肿瘤学的发展，中国液体活检行业有望迎来爆发式的增长，催生一批百亿乃至千亿市值的龙头企业。

液体活检是癌症检测的重要工具：①不断降低的二代测序 (Next-Generation Sequencing, NGS) 成本促进液体活检的大规模临床应用：高通量测序是液体活检的基础技术，目前单个全基因组 NGS 测序成本已经降至约人均 600 美元；②液体活检相比传统组织活检拥有诸多优势：液体活检与传统活检相比有安全性高、非入侵、可重复、可实时检测等优点；③液体活检可应用于多种类型的癌症检测：液体活检可应用于肿瘤早筛、微小残留病监测和伴随诊断等多种类型的癌症检测，覆盖癌症治疗全周期。

图 41：液体活检技术的发展历程



资料来源：美国癌症协会（American Cancer Society）官网，LabCE 官网，中信证券研究部

液体活检的市场空间巨大，目前仍属蓝海。①全球及中国癌症患病人群庞大，中国有超 3000 万癌症群体：根据 WHO 的数据预计，2020 年全球癌症患者约为 1.35 亿。亚洲约占全球新增癌症患者的 48.4%。推断 2020 年中国癌症患者人群超过 3200 万，2018 年中国有近 300 万人因癌症死亡。庞大的癌症患病人群催生巨大的癌症治疗市场；②全球及中国癌症液体活检市场空间庞大，预计到 2030 年中国市场将达 3000 亿以上：根据 BCC Research 和 L.E.K consulting 的估计，2019 年全球液体活检规模为 113 亿美元。预计 18-23 年全球液体活检市场规模 CAGR 为 20.5%，到 2023 年，全球液体活检市场空间估计达到约 240 亿美元；灼识咨询预计到 2030 年，中国液体活检总体市场空间达 485 亿美元，约合人民币近 3400 亿；Illumina 预计到 2035 年美国液体活检市场规模将达 750 亿元。我们测算所得，针对高危人群的肝癌、结直肠癌、肺癌和胃癌早筛的中国市场规模分别为 177 亿元、75 亿元、108 亿元和 246 亿元，共计针对高危人群的早筛市场规模为 606 亿元。

图 42：中国液体活检市场规模



资料来源：燃石医学招股说明书，灼识咨询预测，中信证券研究部

液体活检属于 NGS 产业链中游，政策利好频出。①NGS 产业链上中下游概览：上游主要是测序用品的供应商（illumina, 华大基因等），中游则为液体活检服务提供商，包括贝瑞基因、艾德生物、燃石医学和泛生子等，产业链下游主要包括医院、医学检测实验室及普通消费者等；②液体活检政策利好频出，促进行业发展：中美两国的监管政策类似。由

于液体活检的安全性较高, 各公司自行研发的液体活检服务可以使用实验室研发测试(LDT)的名义进行有限度临床使用。③“IVD+LDT”模式并举: 基于 NGS 的肿瘤早筛产品落地的业务模式主要为 IVD+LDT 模式。LDT 模式是指实验室自行研发、验证和使用的检测方法。患者可以通过自行向实验室提出申请进行检测, 其开展不需要通过药品监管部门的批准。IVD 模式指把经过药品监管部门审批注册的医疗器械和试剂盒产品提供给医疗机构或个人。医疗机构将相关医疗器械和试剂盒应用于终端消费者, 由获批上市的产品开发全程均在相关部门的监管下进行, 实行严格的质量和风险控制。

图 43: 癌症液体活检的产业链



资料来源: 各公司官网; 中信证券研究部

表 38: 部分与癌症早筛相关政策文件

颁布时间	颁布部门	文件名称	主要内容
2021	国务院	《医疗器械监督管理条例》	对国内尚无同品种产品上市的体外诊断试剂, 符合条件的医疗机构根据本单位的临床需要, 可以自行研制, 在执业医师指导下在本单位内使用。具体管理办法由国务院药品监督管理部门会同国务院卫生主管部门制定
2020	国家卫健委	《癌症防治核心信息及知识要点》	早诊早治是提高癌症生存率的关键。癌症的治疗效果和生存时间与癌症发现的早晚密切相关, 发现越早, 治疗效果越好, 生存时间越长。
2019	国家卫健委等	《健康中国行动--癌症防治实施方案(2019-2022年)》	实施早诊早治推广行动, 强化筛查长效机制。全面部署癌症防治工作, 有效减少癌症带来的危害。目标到 2022 年, 癌症防治体系进一步完善, 危险因素综合防控取得阶段性进展, 癌症筛查、早诊早治和规范诊疗水平显著提升, 癌症发病率、死亡率上升趋势得到遏制, 总体癌症 5 年生存率比 2015 年提高 3 个百分点, 患者疾病负担得到有效控制。
2019	国务院	《2019 政府工作报告》	我国受癌症困扰的家庭以千万计, 要实施癌症防治行动, 推进预防筛查、早诊早治和科研攻关, 着力缓解民生的痛点。
2016	国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	2030 年重大慢性病过早死亡率比 2015 年降低 30%。实施慢性病综合防控战略, 加强国家慢性病综合防控示范区建设。强化慢性病筛查和早期发现, 针对高发地区重点癌症开展早诊早治工作, 推动癌症、脑卒中、冠心病等慢性病的机会性筛查, 逐步将符合条件的癌症、脑卒中等重大慢性病早诊早治适宜技术纳入诊疗常规。到 2030 年, 实现全人群、全生命周期的慢性病健康管理, 总体癌症 5 年生存率提高 15%。
2015	国家卫计委等	《中国癌症防治三年行动计划(2015-2017 年)》	对发病率高、筛查手段成熟的食管癌、宫颈癌等重点癌症, 逐步扩大早诊早治项目覆盖面, 对筛查手段尚不成熟的重点癌症, 优化筛查适宜技术。以肺癌、肝癌、胃癌、食管癌、大肠癌、乳腺癌、宫颈癌、鼻咽癌为重点, 扩大癌症筛查和早诊早治覆盖面, 重点地区、重点癌症早诊率达到 50%。

资料来源: 国家卫计委, 国务院网站, 中信证券研究部

放眼全球：海外肿瘤检测和液体活检公司。①国外基因检测公司竞相布局肿瘤液体活检业务：欧美国家对液体活检研究较早，数个重量级产品已经或者准备投入临床应用。至今由 FDA 批准上市的液体活检产品共六种，主要围绕 cfDNA 技术路线；②GRAIL：美国癌症早筛独角兽公司，目前一级市场估值 80 亿美金；③Exact Sciences：专注于结直肠癌粪便筛检和早期癌症筛查，拳头产品为用于结直肠癌粪便筛检的 Cologuard；④Guardant Health：美国肿瘤液体活检龙头，拳头产品为用于全癌种基因检测的 Guardant360，致力于提供全方位的癌症液体活检服务。**百花齐放：国内肿瘤检测和液体活检公司。**国内基因检测公司相继发布肿瘤液体活检产品。诺辉健康结直肠癌早筛产品于 2020 年底获批，是国内癌症早筛第一证。①艾德生物：专注于癌症伴随诊断，早筛领域逐步发力；②诺辉健康：国内结直肠癌早筛第一股，常卫清打开市场格局；③燃石医学：国际领先的肿瘤精准医疗领导者，中国肿瘤 NGS 第一股；④贝瑞基因：肝癌早筛产品“莱思宁”发布，抢占千亿市场；⑤泛生子：致力于癌症全周期管理的癌症精准医疗公司。

我们在当前时点，看好中国液体活检行业，主要有以下四方面原因：① 中国庞大的 3000 万癌症患者人群催生巨大的癌症治疗市场；② 癌症早筛（提高 5-7 倍生存率）和精准肿瘤学创造了持续的液体活检需求；③ NGS 测序价格的降低（全基因组 600 美元以下）加速液体活检的临床应用；④ 全行业仍然处于起步阶段，料中国潜在市场规模为千亿级别（2025 年）。基于以上投资策略，我们给予液体活检及肿瘤早筛行业“强于大市”评级。重点推荐艾德生物（300685.SZ），建议关注肝癌领域的领跑者贝瑞基因（000710.SZ）、泛生子（NASDAQ：GTH）、肠癌早筛第一证的诺辉健康（6606.HK）以及关注泛癌种早筛领先企业的燃石医学（NASDAQ：BNR）。

表 39：液体活检及肿瘤早筛领域重点关注标的及理由

推荐标的	推荐理由
艾德生物	专注于癌症伴随诊断，早筛领域逐步发力
贝瑞基因	肝癌早筛产品“莱思宁”发布，抢占千亿市场
泛生子	致力于癌症全周期管理的癌症精准医疗公司
诺辉健康	国内结直肠癌早筛第一股，常卫清打开市场格局
燃石医学	国际领先的肿瘤精准医疗领导者，中国肿瘤 NGS 第一股

资料来源：中信证券研究部

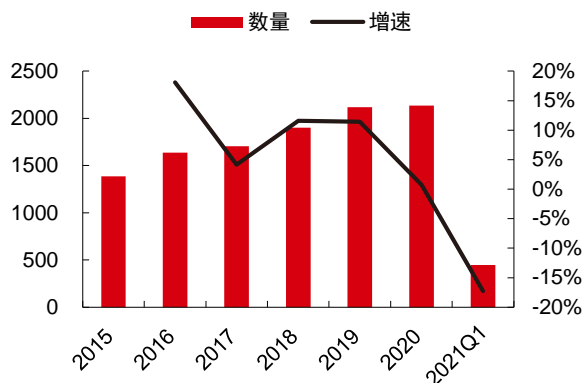
■ 血制品篇：疫情影响逐渐消除，2021 年行业有望恢复稳定增长

供给端：预计国内采浆缺口影响逐渐消除，进口供给紧张持续显现

国内新冠疫情自 2020 年 1 月底爆发后，全国浆站基本全面关闭，至 3 月中旬陆续恢复，整体来看疫情影响行业 1-2 月采浆量，2020 年国内血制品企业采浆受疫情影响较 2019 年下降 8-9%左右。考虑到血制品行业血浆检疫+投浆生产+批签发+销售的周期，我们认为国内厂家血浆阶段性供给紧张持续至 2021Q1，因此 2021Q1 行业批签发量仍有所下滑（2021Q1 国产白蛋白累计批签发 446.79 万瓶，同比减少 17.28%，占比 38.84%，占比

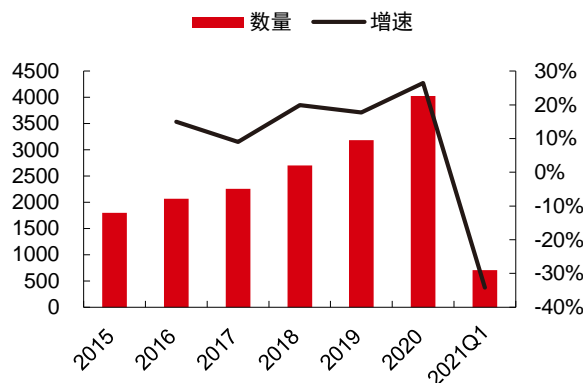
同比增加 5.27pcts，占比环比增加 9.16pcts），但随着采浆缺口的影响于 2021Q1 后有望逐渐消除，我们预计国产供给将逐步恢复。

图 44：国产人血白蛋白总批签发量（单位：万瓶）



资料来源：中检院，中信证券研究部。注：按 10g/瓶计算

图 45：进口人血白蛋白总批签发量（单位：万瓶）



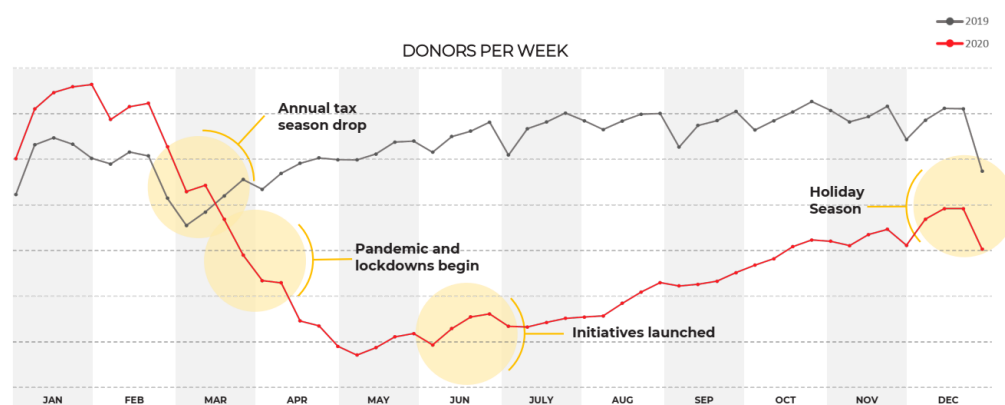
资料来源：中检院，中信证券研究部。注：按 10g/瓶计算

此外，全球疫情致海外采浆受限，考虑到海外疫情导致的进口白蛋白企业采浆量下降的影响（2020 年 Q2 开始）传导至国内终端需要接近 1 年时间，我们预计 2021 年全年进口白蛋白批签发量增速或将下滑甚至出现负增长（根据兴科蓉医药预计，2020 年中国市场上供应的进口白蛋白产品应以 COVID-19 爆发前生产的批次为主，预计疫情对于血制品供应的影响可能会在 2021 年上半年得到逐步体现）——2021Q1 进口人血白蛋白累计批签发 703.48 万瓶，同比减少 34.17%，环比减少 37.43%。

● CSL：根据 CSL 2020 财年年报（2019H2-2020H1），公司预计 2020 财年采浆量同比下降 5%，但考虑到公司 2020 年新开浆站 40 个，且海外疫情主要于 2020Q2 季度爆发，因此我们预计 CSL 仅 2020Q2 单季度采浆量同比下降超过 20%。

● 基立福：根据基立福 2020 年 10 月公告，基立福预计由于新冠疫情的影响，公司 2020 年采浆量由中报估计的同比下降 10% 进一步下调至同比下降 15%，而公司 2015-2019 年采浆量复合增速约 13%。

图 46: CSL 2019 及 2020 年采浆情况

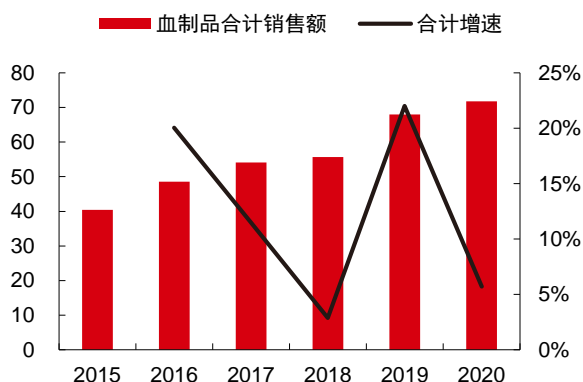


资料来源: CSL 公告

需求端：血制品刚需属性明显，疫情加速行业库存出清

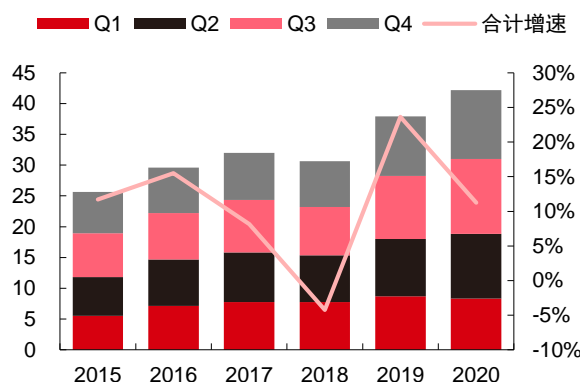
血液制品具备刚需属性，行业需求较为确定。血制品适应症广泛，在一些重大疾病的预防和治疗及急救抢救等方面均发挥着重要作用，并难以替代，如人血白蛋白主要用于失血、创伤及烧伤等引起的休克；脑水肿及损伤引起的颅压升高；肝硬化及肾病引起的水肿或腹水等；而静丙适用于各类原发性球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺乏病、自身免疫性疾病、各种细菌和病毒的严重感染等；凝血因子类产品需求则更为明确。考虑到 2020 年受疫情影响，推断全国诊疗人数同比下降 10%，血制品销售额呈逆势增长，进一步验证其刚需属性——根据 PDB 统计，2015-2020 年血制品样本医院销售额复合增速约 11%，其中 2020 年同比增长 5.71%；而白蛋白刚需属性更为明显，2020 年样本医院销售额同比增长 11.26%；另外血制品在新型冠状病毒肺炎临床治疗中扮演着重要的角色，加速行业库存出清，尤其是静丙广泛用于医护人员的防护和患者治疗，疫情期间终端需求提升明显（根据博雅生物公司公告，截至 2020 年 6 月底，公司预计“全行业厂家、渠道和终端白蛋白库存基本没有，静丙剩余有半个月的库存在渠道和终端”）。

图 47: 样本医院血制品合计销售额（单位：亿元）



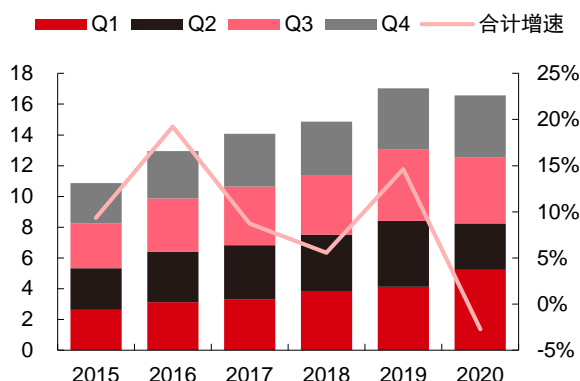
资料来源: PDB, 中信证券研究部

图 48: 样本医院人血白蛋白销售额（单位：亿元）



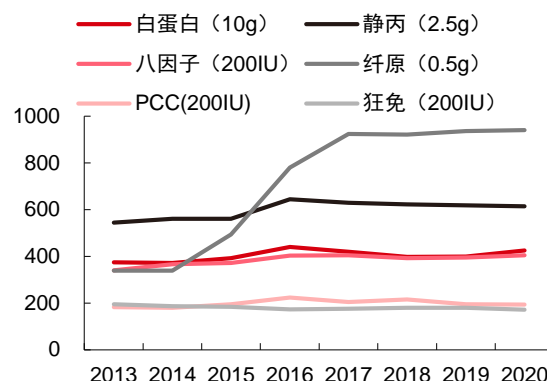
资料来源: PDB, 中信证券研究部

图 49：样本医院静注人免疫球蛋白销售额（单位：亿元）



资料来源：PDB，中信证券研究部

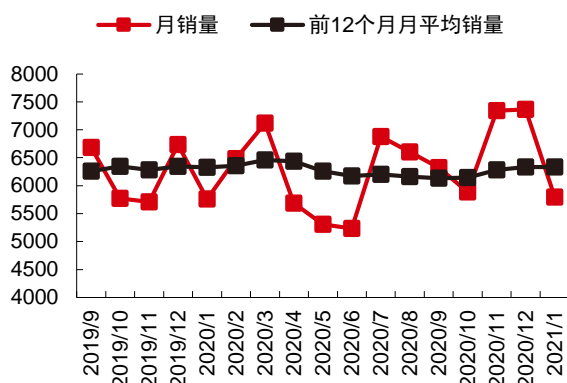
图 50：国内主要血制品价格走势（单位：元/瓶）



资料来源：药智网，中信证券研究部

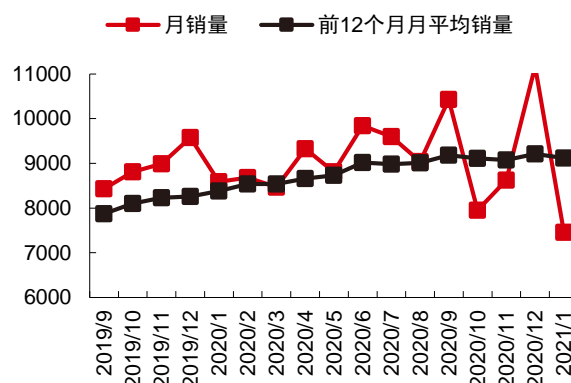
与此同时，海外需求端白蛋白销量未见到明显下滑，静丙销量稳步提升。根据 PPTA 数据，自疫情爆发后，北美 2020 年 4 月-2021 年 1 月白蛋白（质量分数 5%）月平均分销量为 6242 kg，相比疫情爆发前 2019 年 9 月-2020 年 3 月的月平均分销量 6322kg 下滑 1.26%，需求端下滑不明显；而静丙月平均销量整体呈稳健增长趋势。考虑到血制品刚性需求属性，因此整体来看，新冠疫情对海外血制品供需影响主要在供给端。

图 51：北美白蛋白月销量（单位：kg）



资料来源：PPTA，中信证券研究部

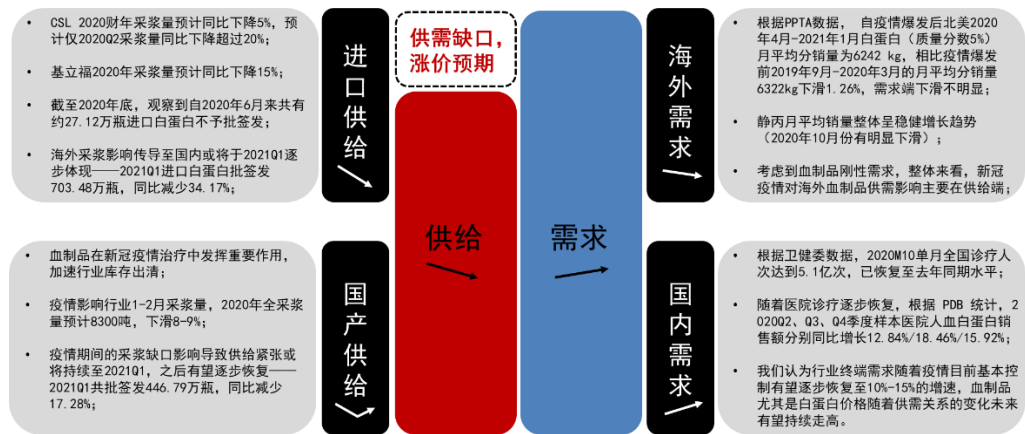
图 52：北美静丙月销量（单位：kg）



资料来源：PPTA，中信证券研究部

因此整体来看，2020 年国内血制品企业采浆受疫情影响较 2019 年下降 8%-9% 左右，而海外疫情对进口企业采浆的影响传导至国内，则于 2021Q1 逐步显现；需求端随着国内疫情基本控制，行业终端需求有望恢复至 10%-15% 的增速，供需格局改善下景气度有望持续提高，以白蛋白为例，目前行业内白蛋白价格相比去年上涨 10-20 元/瓶。因此，我们认为 2021 年国内血制品企业随着采浆缺口的影响逐渐消除，供给将恢复正常，替代进口量将显著增加，血制品行业有望恢复稳定增长。

图 53：国产白蛋白料将阶段性进入价格上涨通道，迎来进口替代良机



资料来源：各公司公告，PPTA，卫健委，中信证券研究部

表 40：2020 年国内血制品主要企业核心指标比较

主要企业	天坛生物	华兰生物	泰邦生物	上海莱士	博雅生物	卫光生物	派林生物	博晖创新
血制品营收(亿元)	34.34	25.91	29.72	27.61	8.93	8.94	10.42	3.43
增速	4.91%	-2.00%	6.17%	6.82%	-9.57%	10.15%	14.76%	11.97%
血制品成本(亿元)	17.32	11.11	10.2	10.5	3.31	5.65	5.37	2.33
血制品毛利(亿元)	17.02	14.8	19.52	17.11	5.62	3.29	5.05	1.1
血制品净利润(亿元)	9.43	9.16	8.63	9.26	1.51	1.89	1.86	-0.07
增速	5.49%	-2.03%	5.26%	9.10%	-46.97%	10.53%	13.41%	-196.12%
采浆量(吨)	1714	1014	1030	1220	378	382	480	262
增速	0.44%	-0.49%	-1.90%	-0.81%	1.61%	-3.56%	20.00%	-8.00%
吨浆收入(万元/吨)	200.43	255.52	288.57	226.31	236.34	234.03	217.08	130.83
吨浆毛利(万元/吨)	99.35	145.95	189.53	140.22	148.66	86.01	105.18	42.01
吨浆净利(万元/吨)	55.04	90.34	83.8	75.87	39.88	49.48	38.75	-2.5
吨浆成本(万元/吨)	101.07	109.57	99.04	86.09	87.68	148.02	111.91	88.82
采浆站	58	25	23	41	13	8	21	13
在营浆站	55	25	22	41	12	8	19	11
单站采浆能力(吨)	31.15	40.56	46.82	29.76	31.5	47.75	25.26	23.84
血制品毛利率	49.57%	57.12%	65.68%	61.96%	62.90%	36.75%	48.45%	32.11%
同比	-0.19pcts	-0.02pcts	+0.35pcts	-2.19pcts	-7.15pcts	-1.10pcts	-3.49pcts	+3.01pcts
血制品净利率	27.46%	35.35%	29.04%	33.52%	16.87%	21.14%	17.85%	-1.91%
同比	+0.15pcts	-0.01pcts	-0.25pcts	+0.70pcts	-11.90pcts	-0.07pcts	-0.21pcts	-4.13pcts

资料来源：各公司公告，中信证券研究部。注：上海莱士、派林生物、博晖创新、泰邦生物采浆量为预测值（中信证券研究部预测），其中派林生物采浆量含新疆德源供浆（新疆德源 5 个浆站 3 个分站设置给派林），但新疆供浆对 20 年业绩影响较小，采浆量暂不包括派斯菲科供浆，浆站个数也暂不包括派斯菲科；上海莱士净利润为剔除投资收益，公允价值变动损益和资产减值损失等影响，博晖创新净利润含疫苗业务子公司中科生物，泰邦生物净利润为估算，美元兑人民币按照 1:6.5

综上，重点推荐目前国内血制品规模最大、在研项目梯队完整、销售渠道行业领先且未来规模效应有望进一步显现的**天坛生物**；经营发展重回正轨、内生+外延浆量有望突破千吨、多个产品即将步入收获期的**派林生物**；采浆规模行业前列、血浆综合利用率高、产品种类齐全，并以血液制品为基，疫苗、单抗业务三轮驱动的**华兰生物**。

表 41：血制品领域重点公司及投资逻辑

重点公司	投资逻辑
天坛生物	国内血制品规模最大、在研梯队完整、销售渠道行业领先且未来规模效应有望进一步显现
派林生物	经营发展重回正轨、内生+外延浆量有望突破千吨、多个产品即将步入收获期
华兰生物	采浆规模行业前列、血浆综合利用率、产品种类齐全，血制、疫苗、单抗三轮驱动

资料来源：中信证券研究部

■ 医药零售篇：院外渠道价值进一步凸显，成长性持续兑现

药店零售端渠道价值在集采扩面等政策推进下重要性日益显现。截至 2021 年一季度龙头零售上市公司处方药销售量增长迅速，渠道议价能力加强下处方药毛利率同步提升。在医保局严控院内市场药品营销的大方向下，院外医药零售市场终端渠道价值的重要性，随着带量采购的范围及规模扩大得到进一步提升。

疫情催化互联网+政策密集出台，医保线上支付助力处方外流加速。2020 年疫情催化互联网+医疗相关文件密集出台：上半年药监局颁布《零售药店医疗保障定点管理暂行办法（征求意见稿）》首次提到线上医保定点资格的申请，随后国家医保局颁布《关于全面推广应用医保电子凭证的通知》，国家医保局、卫健委颁布《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》连续提出推动互联网诊疗、药店线上医保结算等举措。近期，国家医保局发布《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》进一步推动互联网+医保政策。互联网+医保的最终落地预计将极大推动电子处方的应用和普及，大大加速处方外流和医药分家的真正到来。《意见》明确线上线下支付可有条件对接医院统筹账户，可对接打开更大增量空间，医药零售行业有望迎来近万亿的处方外流增量。

行业规范性政策正在持续推进，集中度有望进一步提升。医保个人账户改革有望于 2021 年起推进，全国 52 万家药店中占比约 70% 的存量医保账户门店面临规范化洗牌，有能力和资格对接门诊统筹的门店有望向头部企业集中。未来前瞻性布局特慢病药房和 DTP 药房，规模大、管理规范的龙头连锁有望率先承接门诊特慢病用药的统筹医保资金结算服务。且 2019 年至今执业药师监管、税务监管、社保缴纳等规范化措施密集出台并强化执行，中小连锁及单体药店经营成本及监管压力进一步增大。此外，后疫情时代龙头上市公司并购步伐加快，且并购价格逐步企稳，估算 PS 已下降至 0.8 倍以下，预计行业集中度将加速提升。

表 42：2021Q1 锁药房门店扩张情况汇总

主要企业	一心堂	老百姓	益丰药房	大参林	健之佳
2021Q1 直营（加盟）门店	7537 (0)	5439 (1829)	5586(693)	6057 (394)	2216 (0)
布局省份数	10	22	9	10	4
2021Q1 净增加直营（加盟）	367 (0)	524 (211)	230(58)	352 (79)	86 (0)

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

龙头规模优势不断体现，业绩增长持续兑现。从区域分布和收入规模来看，医药零售行业头部阵营优势明显。预计四大民营连锁龙头 2021 年销售额均有望突破 160 亿元。在各自重点布局区域（如大参林在广东省，益丰在江苏、湖南等）市占率已超过 10%。头

部阵营公司的先发优势和区域布局优势已经基本确立，从行业成长和自身发展规律角度，未来全国性的龙头连锁有望诞生，零售板块抗风险能力及投资确定性进一步加强。从业绩兑现的角度，我们长期看好行业高速增长预期。

“两定”办法出台，线下龙头连锁集中受益。2020 年起 DTP 药物快速进入院外零售市场销售，同时近期医保局出台零售药店医保管理办法，明确符合规定的处方可以流转至实体药店取药或由实体药店配送的模式，目前湖北省等地已相继出台具体配套办法，加大力度建设省级处方流转平台。同时文件删除线上第三方平台开展药品网络销售的零售药店可依托实体药店申请定点等表述，明确符合规定条件的定点零售药店可申请纳入门慢、门特资质。医药零售互联网+相关政策目前已更加明朗，线下的不可替代性优势也在逐渐加强。

2021 年初龙头连锁零售公司的估值回归到历史中值水平，但板块逻辑及成长性随内外部环境变化进一步强化，全年业绩兑现确定性强。此外近 2 年看，政策的“脱敏”效应在逐步加强，一方面得益于过去几年业绩持续兑现，另一方面也更多地因为公司的体量逐渐增大，抗政策波动的能力增强。

2021 年开始行业高景气度的催化剂（电子处方的应用和普及、带量采购持续推进、分类分级推进预期等）有望加速落地，结合医药分家和龙头连锁规模化效应提升的持续推进，我们认为今年开始的未来 3-5 年有望成为国内医药连锁零售行业的高速发展期，优秀上市连锁药房公司值得重点布局。

表 43：零售领域重点公司及投资逻辑

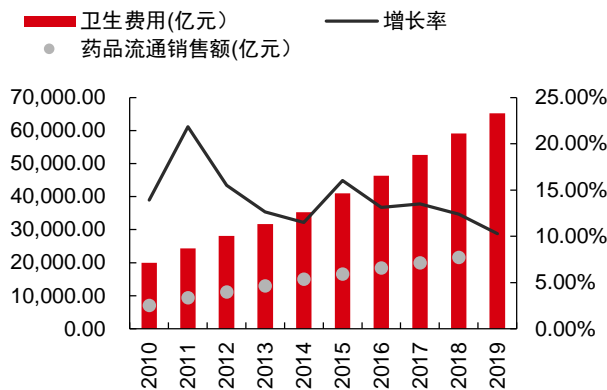
重点公司	投资逻辑
益丰药房	精细化管理下客流大幅增长带动同店销售增长，跨区域扩张后整合效果显著，内生+外延扩张下增长动力显著
大参林	受益于广东省处方外流加速、次新店盈利能力持续提升及省外市场持续拓展持续兑现高增长
老百姓	加盟业务及星火并购快速推进，DTP、特慢病药房、O2O 等业态蓬勃发展
一心堂	管理层换届及股权激励落地后精细化管理成效显现，川渝地区快速扩张

资料来源：中信证券研究部

■ 医疗服务篇：景气度提升，长期上行空间显著

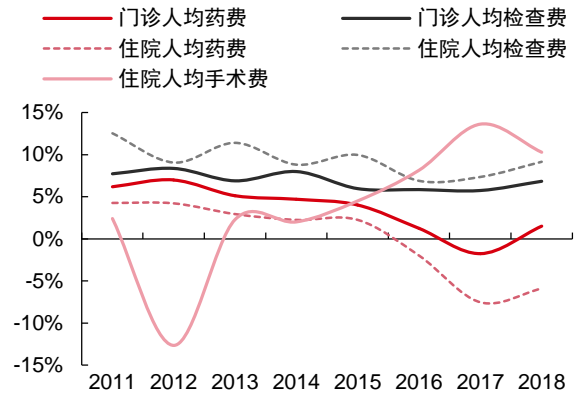
医疗消费升级叠加人口老龄化拉动行业需求。中国当前医疗卫生费用约占 GDP 5%，相较于美国的 15%以上水平，我国医疗消费水平尚处于初级阶段。随着经济的不断发展，我国的人均可支配收入及健康观念将不断提升，医疗卫生消费将迎来长期稳步发展阶段。此外，中国慢性病患率不断攀升，且人口老龄化将持续促进医疗服务消费。2016 年至今我国公立医院检查、手术费用持续快于药品支出费用。在消费升级叠加人口老龄化驱动下，行业需求愈发旺盛。

图 54：2010 年至今我国卫生总费用 CAGR 达 14.04%



资料来源：国家卫健委，商务部，中信证券研究部 注：卫生总费用包括政府、社会和个人开展卫生服务事业的总支出，包括国家医保支出、社会医保、个人现金消费等所有资金来源

图 55：近年来公立医院检查、手术费用增速持续快于药品增速



资料来源：国家卫健委，中信证券研究部

医疗服务行业赛道景气度高，行业成长属性强。2020 年下半年起疫情延后需求得到充分释放，医疗服务行业的相关刚需得到资本市场高度重视。以眼科赛道为例，整体受益于屈光不正和白内障庞大患者基数带来的诊疗人次提升，以及未来眼科手术升级会带来的毛利空间增长，行业成长性高。此外，体检赛道整体渗透率低，未来有大幅度增长空间，B 端客户市场广阔，优质订单挖掘潜力大，未来成长空间巨大。

医改政策影响持续发酵，民营专科领域蓬勃发展。近 10 年来我国专科医院收入复合增速达到 19%，明显超过公立医院。2019 年国家卫健委、发改委等部门持续出台政策鼓励社会办医、深化医疗服务供给改革。同时 2020 年 3 月中共中央国务院《关于深化医疗保障制度改革的意见》中也提出，健全全科和专科医疗服务合作分工的现代医疗服务体系，强化基层全科医疗服务，加快发展社会办医。我们判断眼科、体检、辅助生殖等具备高壁垒与扩张性的民营专科赛道有望深度受益。

表 44：近年来医疗服务鼓励重要政策

时间	部门	文件	主要内容
2019 年 1 月	国家卫健委	《国家医学中心和区域医疗中心设置实施方案》	进一步完善医疗服务体系顶层设计，优化优质医疗资源布局，提升区域医疗服务保障能力。
2019 年 2 月	国家卫健委	《健康口腔行动方案（2019 年-2025 年）》	提出了 口腔 健康管理优化行动
2019 年 2 月	国家发改委、卫健委、人社部等十八部门	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量，促进形成强大国内市场的行动方案》	支持社会力量举办、运营高水平全科诊所，深入专科医疗等细分服务领域，在 眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科及中医、康复、护理、体检 等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构
2019 年 3 月	国家卫健委	《2019 年深入落实进一步改善医疗服务行动计划重点工作方案》	持续深入落实进一步改善医疗服务行动计划
2019 年 6 月	国家医保局、财政部、卫健委等	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	积极引导 社会力量 举办医疗机构，降低准入门槛，探索公立与民营的合作办医模式
2019 年 6 月	国务院	《关于实施健康中国行动的意见》	强调坚持 预防为主 ，倡导健康文明生活方式，预防控制重大疾病
2019 年 9 月	国家疾病预防控制中心	《关于印发健康中国行动——癌症防治实施方案（2019—2022 年）的通知》	引导高危人群定期接受 防癌体检
2020 年 3 月	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	增强医药服务可及性。健全全科和专科医疗服务合作分工的现代医疗服务体系，强化基层全科医疗服务。促进资源

时间	部门	文件	主要内容
			共享利用，加快发展 社会办医 ，规范“互联网+医疗”等新模式发展

资料来源：各政府部门官网，中信证券研究部

民营专科有望受益于公立医院薪酬绩效改革措施。2020 年起，公立医院薪酬绩效改革持续推进。《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革 2020 年下半年重点工作任务的通知》中提及全面推进公立医院薪酬制度改革，截至目前已在全国多个省市超过 2800 家公立医院展开试点。改革效果看，医务人员整体平均工资水平有所提升，然而高级别医生薪资上限有所限制。民营专科的高薪资、强激励有望对公立医院知名医生吸引力加强，民营专科吸引人才的痛点有所改善。

手术用耗材集采叠加 DRGs 政策预期落地，民营医疗迎来发展良机。近年来国家出台多项政策加快推进 DRGs 的落地，预计 DRGs 推行后将驱动公立医疗供给端调整（如术前和术后检查从住院转移至门诊）、发展门诊业务（不受 DRGs 管控）等，同时手术用耗材集采、反商业贿赂不断推进驱动优质医生外流，未来差异化医疗服务需求有望加速向民营医院转移。

通过建设复制性强的专科连锁发展路线，优质的民营医疗服务公司迎来连锁化、集团化发展契机。建议按照以下标准甄选优质细分赛道：①在技术、资本开支或者行业的牌照上具备一定的进入门槛；②具备标准化扩张基础；③行业龙头具备较强领先优势。我们判断辅助生殖、眼科、齿科、体检领域的专科龙头具备显著品牌及成长性优势，建议关注具备高进入壁垒、扩张模式良好、逐步建立品牌力的行业龙头爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗、锦欣生殖。

表 45：医疗服务行业龙头经营指标对比

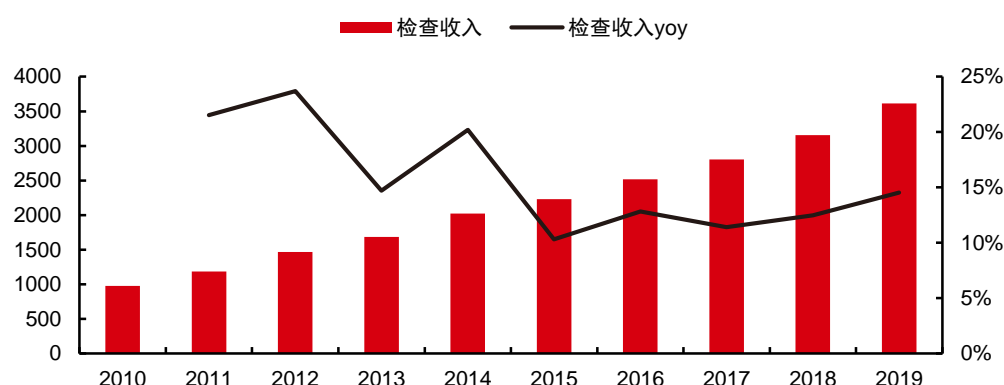
	海吉亚医疗	锦欣生殖（2019）	爱尔眼科	通策医疗	美年健康（2018）
专科领域	肿瘤医疗	辅助生殖	眼科	齿科	体检
主要壁垒	资金、医师团队	牌照、技术、品牌	资金、品牌	品牌、医师团队	资金、品牌
成长模式	全国扩张+区域渗透	并购+区域渗透	全球化扩张+区域渗透	总分院模式	全国扩张
营收（亿元）	14.03	16.62	119.12	20.88	84.58
净利润（亿元）	1.70	4.10	17.24	4.93	8.21
毛利率	34%	50%	51%	45%	48%
销售费用率	1%	4%	9%	1%	24%
管理费用率	11%	13%	13%	13%	7%
财务费用率	3%	1%	1%	1%	3%
净利率	13%	25%	16%	26%	12%
资产周转率	0.41	0.21	0.87	0.73	0.59
权益乘数	1.08	1.17	1.46	1.30	2.24
ROE	8%	7%	21%	25%	13%
ROA	5%	5%	14%	19%	7%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：为保证可比性锦欣生殖、美年健康分别选择 2019、2018 年数据

我国 ICL 行业处于发展初期，疫情及 DRGs 政策推动加速增长

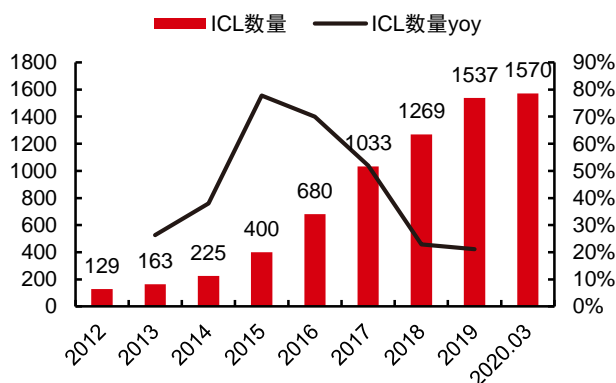
中国医学检验市场庞大，ICL 行业增长迅速。根据国家卫健委数据，2019 年我国公立医院检查收入约 3616 亿元，检验市场存量空间巨大，且近年来维持在 10% 以上的增速。考虑到民营卫生机构存在一定的检验市场，我们预计全国医检市场规模约 4000-5000 亿元。我国第三方医学实验室（Independent Clinical Laboratory, ICL）作为独立于医疗机构之外，从事医学检验或病理诊断服务的医疗机构，在庞大的医学检验市场催生下快速成长。国内 ICL 数量在 2012 年仅 129 家，截至 2020 年 3 月已超过 1570 家，推断 2020 年底超过 1600 家。ICL 市场规模从 2014 年的 53.5 亿元发展到 2020 年的 302.3 亿元，增速明显高于公立医院检验市场。

图 56：公立医院检查收入及增速（单位：亿元）



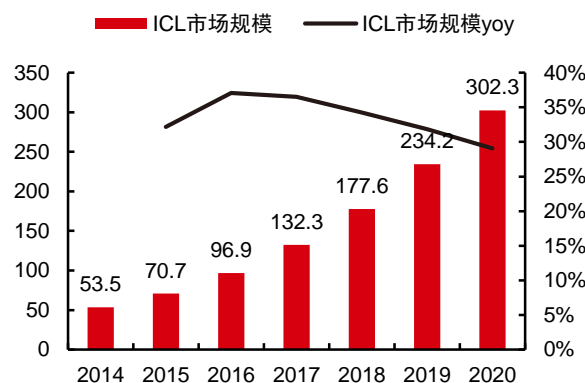
资料来源：国家卫计委，中信证券研究部

图 57：国内 ICL 数量及增速（家/%）



资料来源：中国产业信息网，中信证券研究部

图 58：国内 ICL 市场规模及增速（单位：亿元）

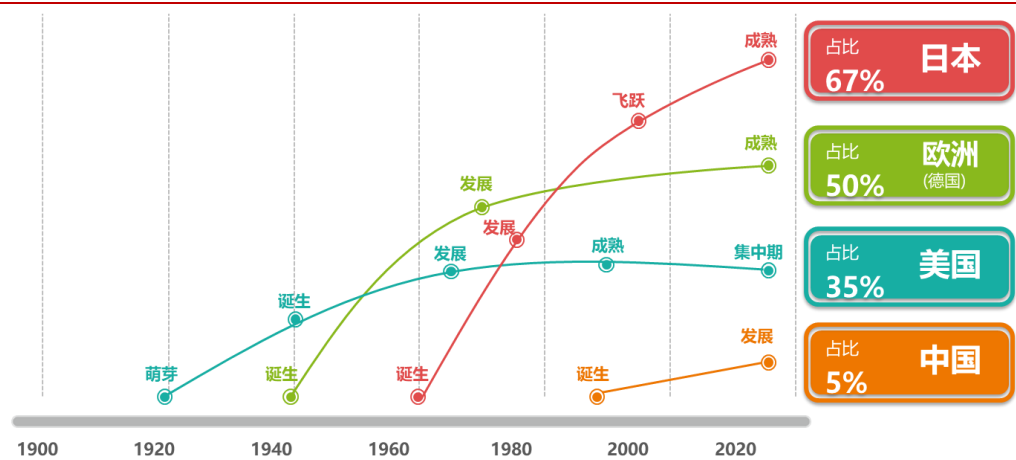


资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部

ICL 行业渗透率有望逐步提升，抗疫期间行业环境显著优化。我国公立医院的主导地位导致第三方医学检验市场规模较小，与美国 35%、欧洲 50%、日本 67% 的渗透率差距较大。我国 ICL 行业相比海外发达国家起步较晚，未来具有巨大的发展空间。新冠疫情影响下，基层公共卫生应急能力和慢病管理能力成为国家防控重点之一，第三方医学检测行业迎来前所未有的广阔空间。短期看，疫情导致医学检测业务需求激增，不少 ICL 公司业绩明显提升。中长期看，ICL 公司在全国大力开展核酸检测，与政府、疾控、医院建立良

好合作关系并得到广泛认可，行业环境得到显著改善。

图 59：我国和欧美 ICL 行业渗透率对比



资料来源：金域医学公司公告

DRGs 政策逐步落地, ICL 行业迎来发展良机。近年来国家出台多项政策加快推进 DRGs 的落地，医学检验逐渐转移为医院的成本端中心。公立医院成本控制压力增大，更有动力把检验外包给第三方。ICL 行业通过集约化经营控制成本、通过专业化提升检验水平，将原本属于医院检验科、病理科的检验业务外包进行集中检验，充分发挥规模优势。在医保控费的大趋势下以及伴随 DRGs 政策的落地，ICL 行业预计将迎来加速发展。

重点推荐：疫情推动下加速增长，具“服务+产品”一体化商业模式特色的第三方医学诊断服务平台的**迪安诊断**；**建议重点关注：**特检业务快速增长，国内行业规模最大，检验项目和技术平台齐全的国内第三方检验行业市场领导企业**金域医学**。

表 46：服务领域重点公司及投资逻辑

重点公司	投资逻辑
爱尔眼科	品牌力及技术优势明显，行业刚需属性显著，中长期料将持续受益于行业量价齐升
通策医疗	浙江省内蒲公英计划快速推进有望提振业绩，省外武汉、西安存济医院快速发展，有望打开长期成长天花板
美年健康	后疫情时代公立医院订单加速回流至民营机构，驱动客单价同步提升，期待下半年业绩拐点
海吉亚医疗	苏州永鼎有望快速启动放疗业务，与苏州沧浪医院在业务、管理上深入协同，深化华东区布局。后续公司有望维持 1-2 家并购项目/年的扩张进度，立体网络布局持续推进。
锦欣生殖	海外疫情消退后美国国际业务有望快速恢复，武汉锦欣医院整合料将提供中长期发展动力
金域医学	特检业务快速增长，国内行业规模最大，检验项目和技术平台齐全的国内第三方检验行业市场领导企业
迪安诊断	疫情推动下加速增长，具“服务+产品”一体化商业模式特色的第三方医学诊断服务平台

资料来源：中信证券研究部

■ 风险因素

带量采购政策执行进度与力度超预期：带量采购从“4+7”走向全国扩围，药品也经历了四轮降价，整体上政策改革力度很大，压缩了药企的利润空间。即将进行的第五批带

量采购纳入的注射剂品种占比达 50%，生物制品和中成药集采政策也正在研究完善过程中。若带量采购政策的执行力度和进度持续加大，行业竞争压力加剧，还将持续压缩药企的利润空间。

一级市场生物制药企业融资热度下降：目前有很多研发型的 Biotech 公司在一级市场融资，若融资热度下降，企业可能出现现金流断裂等情况，将导致研发项目停滞，这一方面将影响到临床 CRO/CDMO 相关公司的业务进展，另一方面也会降低一级市场生物制药企业的估值，并从一级传导到二级，导致估值中枢下移。

高值耗材降价力度超预期：从针对高值耗材的带量采购的集采结果来看，参与试点的品类均实现了价格的明显下降，同时由于小企业直接出局、企业数量大幅缩减，龙头企业市场份额大幅提升。若降价持续超预期，预计也会影响到龙头企业的利润。

创新药临床研发失败：原创新药的成功研发，需要经历临床前研究、临床开发、取得监管机构批准及实现商业化等过程，研发周期长，投入大，并取决于众多因素，包括但不限于完成临床前研究；成功取得专利、商业秘密及其他知识产权的保护；成功获得临床试验批件；在各期临床试验及其他研究中取得良好的安全性及疗效的数据；通过自建设施取得药品生产证书和 GMP 证书，或通过 MAH 制度委托其他制药企业生产获得监管机构的新药上市批准，并成功进行商业化销售等。如上述一项或多项因素产生不利影响，可能会导致研发进度被延迟或无法实现商业化，影响创新药企业未来现金流及利润。

■ 行业投资策略

经历了不平凡的 2020 年，疫情的洗礼下医药板块从 2021Q1 开始进入了强势复苏阶段，国内强大的刚需性、进口替代和产业升级将为推动 A 股生物医药领域发展提供强劲的动力。同时伴随着医保政策调整方向和趋势的逐渐明朗以及注册制下越来越多的新股涌现，A 股生物医药板块从 2021 年初开始进入分化调整期，抱团度较高的高估值龙头个股开始逐渐分化，医药投资进入了百花齐放的新时期。在瞄准优质赛道的同时，精选个股，将是 2021 年下半年生物医药板块投资的关键。

处于后疫情时代下的医药健康产业，经历了估值调整与分化，如何在众多医药企业中挑选出高成长性、确定性强的赛道和个股是目前投资者最大的关注点。我们认为核心仍然是长期价值：一方面，要关注百年一遇的全球性疫情带来的爆发性增长契机，比如中国研发进度全球领先的新冠疫苗相关领域，部分药企在取得国内外新冠疫苗的紧急使用授权后陆续进入研发兑现期、国内呼吸机/监护仪等医疗器械企业得益于疫情期间海外认可度迅速提升带来的全球医疗器械市场机会；另一方面，对于原本就享受政策红利的医疗设备、CRO/CDMO、零售、医药包材等方向，随着新冠疫情过后预计国家对公共卫生体系建设的投入将明显增加，上述细分行业的中长期发展空间有望进一步打开。我们判断细分领域龙头公司的竞争优势将逐步显现，优质的企业会用业绩的持续高增长来消化估值。近期公布的第七次全国人口普查结果显示，全国 60 岁及以上人口占比达到 18.70%，老龄化程度逐步加深。医疗健康行业作为老龄人口的刚性需求，成长高确定性与投资价值进一步凸显。

表 47：医疗健康行业各子领域建议关注标的的汇总

细分领域	重点公司	投资逻辑
创新药	恒瑞医药	致力于抗肿瘤药、手术用药、心血管药等多个领域创新发展，研发创新能力比肩国家一线药企的医药健康企业
	翰森制药	在具有重大未满足临床需求的治疗领域已建立领先地位，以研发创新为驱动的制药公司
	复星医药	以药品研发制造为核心，同时在医疗服务、医学诊断和医疗器械等领域拥有领先市场地位
	君实生物	自主研发和国际化领先的国内创新药龙头
医疗器械	迈瑞医疗	疫情背景下，抗疫相关产品驱动业绩增长，国际化水平和品牌影响力持续提升。
	惠泰医疗	创新研发持续，市场竞争力强，进口替代市场空间广阔的国产电生理和血管介入领域。
	艾德生物	多技术平台优势显著，技术服务和海外业务表现亮眼，与国内外知名药企的伴随诊断合作稳步落地。
	乐普医疗	创新器械产品布局丰富，在“介入无植入”领域处于国内领先地位的心血管介入龙头。
	大博医疗	在创伤、脊柱等领域已建立起明显的先发优势，并在关节、微创外科、齿科等赛道持续深化布局。
	安图生物	化学发光优势企业，单机持续进口替代，流水线业务自 2021 年开始贡献显著业绩
	新产业	化学发光优势企业，依托小项目，仪器已经大量铺设进院。在 2020 年补齐传染病项目后，有望于 2021 年开始在传染病主流项目上加速进口替代。
	健帆生物	灌流器行业开拓者，广覆盖+高频次累积效应显现，业绩有望持续较高增长。耗材集采不悲观，海外+新适应症+保险业务打开天花板。
	欧普康视	行业扩容、需求回暖、国产市占率提高共振。疫情期间青少年采取网课形式学习，用眼频率大幅上升，由此带来的近视防控需求，有望在后疫情时代快速释放。随着海外疫情的扩散，角膜塑形镜外资品牌的生产供货均受到影响，部分区域已出现外资品牌脱落的现象。高性价比供货快的欧普康视有望借机抢占市场份额。
	翔宇医疗	我国老龄化背景下，药品耗材集采持续推进，康养需求契合临床需求和医院利益诉求，康复器械行业有望加速。公司作为器械龙头，产品线丰富，通过一体化解决方案模式打破渠道壁垒，持续整合行业。
	普门科技	康复器械行业中的小而美，同时电化学发光业务正在急诊科快速放量，有望于 2022 年切入大检验科的甲功和激素项目。
	海泰新光	硬镜设备核心零部件优势公司，深度绑定全球龙头史赛克，自有整机将于 21Q3 展开销售，打开天花板。
	开立医疗	软镜设备内资龙头，正享受二级医院普及红利。超声业务有望实现恢复性增长。
	南微医学	软镜耗材龙头，借助海外自有渠道，疫情后海外市场地位显著提升。21H1 多款重磅创新产品有望陆续获批。
	爱美客	在注射用透明质酸钠产品市场排名第一，并在产品布局、营销推广、新品研发等维度已建立先发优势的国内医疗美容透明质酸市场的龙头企业、系统医美解决方案供应商。
CXO	药明康德	小分子 CDMO 创新药项目管线储备最深厚的一体化 CRO/CDMO 外包服务龙头
	凯莱英	CDMO 核心技术优势明显、客户结构优秀、储备品种丰富
	九洲药业	与诺华深度战略绑定重磅药 API 生产服务，并有数个国内 MAH 项目即将报产
	泰旦科技	可提供全流程覆盖一站式服务的国内领先的科学服务龙头企业
	键凯科技	具备核心技术专利护城河的国内领先的医用聚乙二醇及衍生产品研发生产企业
	山东药玻	受益于注射剂一致性评价政策落地的国内一类玻璃瓶龙头
疫苗	山河药辅	辅料行业整合、进口替代加速背景下的国内药辅行业龙头
	智飞生物	新冠重组蛋白疫苗销售放量，代理 HPV 疫苗放量
	康希诺	唯一单针法，新冠腺病毒载体疫苗销售放量，MCV4 有望年中上市
	康泰生物	四联苗放量，乙肝疫苗复产，新冠灭活疫苗国内销售放量
	沃森生物	13 价肺炎疫苗国产替代，二价 HPV 有望 21 年上市，新冠 mRNA 疫苗三期
	华兰生物	流感疫苗放量流感疫苗放量，与俄罗斯合作腺病毒载体新冠疫苗
液体活检及肿瘤早筛	艾德生物	专注于癌症伴随诊断，早筛领域逐步发力
	贝瑞基因	肝癌早筛产品“莱思宁”发布，抢占千亿市场
	泛生子	致力于癌症全周期管理的癌症精准医疗公司
	诺辉健康	国内结直肠癌早筛第一股，常卫清打开市场格局
血制品	燃石医学	国际领先的肿瘤精准医疗领导者，中国肿瘤 NGS 第一股
	天坛生物	国内血制品规模最大、在研梯队完整、销售渠道行业领先且未来规模效应有望进一步显现
	派林生物	经营发展重回正轨、内生+外延浆量有望突破千吨、多个产品即将步入收获期

细分领域	重点公司	投资逻辑
医药零售	华兰生物	采浆规模行业前列、血浆综合利用率高、产品种类齐全，血制、疫苗、单抗三轮驱动
	益丰药房	精细化管理下客流大幅增长带动同店增长，跨区域扩张后整合效果显著，内生+外延扩张下增长动力显著
	大参林	受益于广东省处方外流加速、次新店盈利能力持续提升及省外市场持续拓展持续兑现高增长
	老百姓	加盟业务及星火并购快速推进，DTP、特慢病药房、O2O 等业态蓬勃发展
	一心堂	管理层换届及股权激励落地后精细化管理成效显现，川渝地区快速扩张
医疗服务	爱尔眼科	品牌力及技术优势明显，行业刚需属性显著，中长期料将持续受益于行业量价齐升
	通策医疗	浙江省内蒲公英计划快速推进有望提振业绩，省外武汉、西安存济医院快速发展，有望打开长期成长天花板
	美年健康	后疫情时代公立医院订单加速回流至民营机构，驱动客单价同步提升，期待下半年业绩拐点
	海吉亚医疗	苏州永鼎有望快速启动放疗业务，与苏州沧浪医院在业务、管理上深入协同，深化华东区布局。后续公司有望维持 1-2 家并购项目/年的扩张进度，立体网络布局持续推进。
	锦欣生殖	海外疫情消退后美国国际业务有望快速恢复，武汉锦欣医院整合提供中长期发展动力
	金域医学	特检业务快速增长，国内行业规模最大，检验项目和技术平台齐全的国内第三方检验行业市场领导企业
	迪安诊断	疫情推动下加速增长，具“服务+产品”一体化商业模式特色的第三方医学诊断服务平台

资料来源：中信证券研究部

建议重点关注：1) 研发管线丰富的龙头药企**恒瑞医药**、**复星医药**等；2) 直接受益创新审评和进口替代的国产中高端医疗器械龙头**迈瑞医疗**、**大博医疗**、**安图生物**和消费级医疗器械**三诺生物**等；3) “卖水者”逻辑下的**药明康德**、**泰格医药**、**凯莱英**、**九洲药业**、**泰坦科技**和**山东药玻**等；4) 医疗服务及商业药店领域的**爱尔眼科**、**上海医药**、**老百姓**、**益丰药房**、**大参林**和**一心堂**等；5) 精准医疗大发展下的**金域医学**、**艾德生物**、**华大基因**等；6) 疫苗产业链上的**智飞生物**、**康希诺**、**康泰生物**、**华兰生物**等；7) 消费升级趋势下的大健康消费龙头企业**云南白药**、**片仔癀**等。

表 48：医疗健康产业重点跟踪公司盈利预测

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				评级
		20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
复星医药	63.50	1.43	1.70	2.00	2.34	44.41	37.35	31.75	27.14	买入
恒瑞医药	82.17	1.19	1.47	1.76	2.11	69.05	55.90	46.69	38.94	买入
迈瑞医疗	480.60	5.48	6.58	8.02	9.68	87.70	73.04	59.93	49.65	买入
乐普医疗	31.73	1.00	1.32	1.59	1.93	31.73	24.04	19.96	16.44	买入
药明康德	163.41	1.21	1.70	2.21	2.94	135.05	96.12	73.94	55.58	买入
凯莱英	361.00	2.98	4.12	5.47	7.27	121.14	87.62	66.00	49.66	买入
金域医学	147.20	3.26	3.27	3.33	3.50	45.15	45.02	44.20	42.06	买入
爱尔眼科	79.69	0.42	0.55	0.74	0.96	189.74	144.89	107.69	83.01	买入
智飞生物	198.05	2.06	2.96	4.11	5.16	96.14	66.91	48.19	38.38	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

备注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

重点公司分析

恒瑞医药：创新药批量上市，抗肿瘤板块强劲增长

公司 2020 年业绩符合市场预期，四季度收入及利润端显著提速。公司 2020 年实现收入、净利润、扣非净利润 277.35 亿、63.28 亿、59.61 亿元，同比+19.09%、+18.78%、+19.73%。剔除股权激励费用影响，公司 2020 年净利润、扣非净利润分别同比+20.45%、+21.49%，满足股权激励解锁条件。其中 2020Q4 单季度实现收入、净利润、扣非净利润，同比+31.18%、+29.92%、+26.16%，公司 2020Q4 收入端和利润端均有显著提速。

创新药引领抗肿瘤板块强劲增长，预计可消化潜在的集采风险。2020 年，抗肿瘤板块：实现收入 152.68 亿元，同比+44.37%，维持强劲增速，主要由于创新药等重磅产品的陆续上市后的快速放量，预计 PD-1 销售额突破 40 亿元，吡咯替尼、19K 均实现高速增长。考虑到吡咯替尼及 19K 自纳入 2019 全国医保目录后高速放量、PD-1 大瘤种适应症陆续获批且四大适应症均新纳入 2020 全国医保目录，我们判断公司抗肿瘤业务有望维持强劲增长；麻醉板块：实现收入 45.91 亿元，同比-17.72%，主要由于右美托咪定集采和疫情的共同影响，考虑到新药瑞马唑仑新适应症陆续获批，艾司氯胺酮新纳入 2020 全国医保，公司麻醉业务有望逐步恢复；造影剂板块：实现收入 36.30 亿元，同比+12.40%，增速放缓主要由于疫情影响所致；根据“Insight 数据库”公众号报道的第五批集采品种，涉及公司包含阿曲库铵、碘克沙醇在内的 9 个品种，其 2020 年销售规模约 40-50 亿元。我们预计 PD-1 等创新药的快速放量可消化潜在集采品种的负面影响。

期间费用率总体稳定。公司 2020 年销售、管理、财务费用率 35.34%、11.06%、-0.66%，同比-1.26、+1.43、-0.08 PCT，期间费用率 45.75%，同比+0.09%，总体费用率保持稳定。

风险因素：新药研发失败；研发进度低于预期；药品降价风险。

投资建议：公司存量品种维持高增长，吡咯替尼、19K、PD-1 等新产品逐步放量，业绩有望维持高增长。结合 2020 年年报，考虑到已被集采和即将纳入集采的品种对公司短期业绩的影响，维持 2021/2022/2023 年 EPS 预测为 1.47/1.76/2.11 元，维持“买入”评级。

表 49：恒瑞医药盈利预测与估值表

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,288.58	27,734.60	35,253.60	41,201.76	49,223.48
营业收入增长率 YoY	34%	19%	27%	17%	19%
净利润(百万元)	5,328.03	6,328.38	7,814.16	9,396.24	11,241.52
净利润增长率 YoY	31%	19%	23%	20%	20%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.00	1.19	1.47	1.76	2.11
毛利率	87%	88%	89%	89%	89%
净资产收益率 ROE	21.51%	20.75%	20.98%	20.73%	20.45%
每股净资产 (元)	4.65	5.72	6.99	8.50	10.31
PE	82.23	69.23	56.07	46.63	38.97
PB	17.68	14.36	11.76	9.67	7.97

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

君实生物：首次实现扭亏为盈，创新研发加速推进

公司首次实现扭亏为盈，业绩符合预期。公司 2021Q1 实现收入 16.15 亿，同比增长 838.81%，实现净利润、归母净利润 3.77 亿、3.61 亿元，首次实现扭亏为盈。公司营收推测主要来自 Coherus 公司关于海外特瑞普利单抗项目的 1.5 亿美元首付款、JS016 新冠中和抗体海外销售分成以及国内特瑞普利单抗的销售，业绩符合预期。

新适应症陆续获批，特瑞普利单抗有望快速放量。近期公司鼻咽癌（三线及以上）和尿路上皮癌（二线）新适应症陆续获批，患者覆盖范围逐步扩大。公司自身商业化团队及渠道建设不断完善，同时已与阿斯利康达成商业化合作，凭借阿斯利康在中国尤其是基层市场深耕多年所积累的广覆盖渠道网络，公司有望实现强强联合，加速特瑞普利单抗的放量。

新冠中和抗体疗法放量在即，预计 2021 年可大幅贡献业绩。双抗体疗法已获得 FDA 紧急使用授权，且已获美国政府部门采购。根据礼来官方披露，在 2021H1 预计提供 100 万剂以上的 JS016 用于联合疗法，其中 2021Q1 产量为 25 万剂。4 月中旬，CoV555 抗体疗法已被撤销紧急授权，礼来将专注于双抗体疗法的推广，预计公司将获得丰厚的里程碑付款及销售分成，可大幅贡献公司业绩。

管理费用和销售费用控制合理，经营性现金流表现良好。2021Q1 公司财务、管理、销售费用分别为-0.10 亿、1.65 亿（同比+186.61%）、2.68 亿（同比+194.70%）。公司经营性现金流净额 4.0 亿元，同比增长 7.53 亿元，表现良好。

风险因素：研发进度不及预期或研发失败；创新药未能纳入医保或医保谈判降幅较大；在研药物上市放量不及预期。

投资建议：公司核心产品特瑞普利单抗适应症覆盖全面且多个赛道进展领先，目前已进入 2020 年医保目录，有望借助阿斯利康强大商业化能力实现快速放量。新冠抗体已获 FDA 紧急使用授权，全球市场潜力巨大。维持 2021/2022/2023 年公司净利润预测 1.90 亿/-2.70 亿/2.89 亿元，维持“买入”评级。

表 50：君实生物盈利预测与估值表

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	775.09	1,594.90	4,848.48	3,982.28	4,930.76
营业收入增长率 YoY	26375%	106%	204%	-18%	24%
净利润(百万元)	-747.42	-1,668.61	189.68	-269.87	288.73
净利润增长率 YoY	N/A	N/A	N/A	-242%	N/A
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.86	-1.91	0.22	-0.31	0.33
毛利率	88%	77%	86%	89%	89%
净资产收益率 ROE	-25.10%	-28.63%	3.15%	-4.73%	4.81%
每股净资产 (元)	3.41	6.68	6.90	6.54	6.88
PE	-99.04	-44.36	390.25	-274.29	256.37
PB	24.86	12.70	12.30	12.96	12.34

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

金城医学：业绩实现高增长，股权激励彰显强烈信心

公司业绩略超市场预期。公司 2021 年一季度实现收入、净利润、扣非净利润 26.79 亿、5.38 亿、5.30 亿元，同比+128.81%、+1023.12%、+1153.48%，业绩略超市场预期。

一季度新冠核酸检测量约 3000 万人份，推测常规业务较 2019Q1 同比增长超过 30%。2020Q1 受疫情影响，医院就诊人数大幅下降，常规业务（扣除新冠）收入下滑。2021Q1 公司常规业务和新冠业务双线均实现大幅增长，较 2019Q1 增长 130.12%，推测其中常规业务（扣除新冠）增速较 2019Q1+30%以上。主要由于在国内疫情控制较为良好情况下，医院常规业务快速恢复以及春节期间新冠核酸检测需求激增。2021 年一季度公司新冠核酸检测量约 3000 万人份，推测对整体收入贡献最大。

新一轮期权激励覆盖更多员工，高行权价格彰显强烈信心。公司公布第三轮股权激励计划，覆盖 233 名中层管理及核心技术人员。业绩考核目标为以 2019 年净利润为基数，2021/2022/2023/2024 年净利润增长率分别不低于 69%/120%/186%/272%，即净利润分别为 6.80/8.85/11.51/14.97 亿元，年复合增长率约为 30%。我们预计实际业绩超出目标可能性较大。

研发投入持续加码，数字化建设加速推进。公司 2021Q1 研发费用 1.06 亿元，同比+53.91%。目前公司研发人员超过 1200 名，研发成果丰硕。2020 年新开发项目 180 余项，可检测项目总数已超 2800 项。公司全面启动数字化转型系列工作，打造医检智能体，在业界率先发布“医检 4.0”愿景，驱动实现医检服务全程智能化。公司人工智能与数字化创新工作稳步推进，有望促进服务能力持续提升，竞争优势进一步深化。

风险因素：行业政策变动风险、检验样本控制风险、检验价格下降的风险等。

投资建议：2021Q1 公司业绩高速增长，预计随着新建实验室逐步扭亏为盈，规模化经营优势逐步凸显，公司净利率有望逐步提升。结合 2021 年一季报业绩，并考虑到新冠核酸检测业务的持续贡献，维持公司 2021/2022/2023 年 EPS 预测 3.27/3.33/3.50 元，维持“买入”评级。

表 51：金城医学盈利预测与估值表

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,269	8,244	8,923	9,349	10,234
营业收入增长率 YoY	16.4%	56.4%	8.2%	4.8%	9.5%
净利润(百万元)	402	1,510	1,515	1,540	1,617
净利润增长率 YoY	72.4%	275.2%	0.4%	1.7%	5.0%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.87	3.26	3.27	3.33	3.50
毛利率	39.5%	46.7%	45.0%	43.7%	43.4%
净资产收益率 ROE	17.7%	39.9%	28.6%	23.0%	19.8%
每股净资产 (元)	4.92	8.19	11.45	14.45	17.61
PE	169.3	45.1	44.9	44.2	42.1
PB	29.9	18.0	12.9	10.2	8.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

迈瑞医疗：全球化水平和品牌影响力持续提升

迈瑞医疗在疫情背景下，作为医疗器械龙头的优势进一步体现，长期投资价值显著。受益于疫情相关产品的拉动，公司 2020 年和 2021Q1 业绩实现快速增长，符合市场预期。2020 年实现营业收入 210.26 亿元，同比增长 27.00%，归母及扣非净利润为 66.58/65.40 亿元，同比分别增长 42.24%/41.70%。2021Q1 公司营业收入 57.81 亿元，同比增长 21.93%，归母及扣非净利润为 17.15/16.96 亿元，同比分别增长 30.59%/35.35%。

抗疫相关产品驱动业绩增长，IVD、影像产线逐步恢复。2020 年公司抗疫产品市场需求旺盛，监护仪、呼吸机、输注泵、新冠抗体检测试剂、便携彩超、移动 DR 等产品驱动业绩高速增长。2020 年分产线来看：①生命信息与支持：收入 100.06 亿元，同比增长 54.18%，毛利率为 67.98%，同比提高 2.37 个百分点，公司产品大量进入国内外全新高端客户群，品牌影响力持续提升；②体外诊断：收入 66.46 亿元，同比增长 14.31%，毛利率 59.73%，同比下滑 2.80 个百分点，新冠抗体检测试剂的海外出口弥补了疫情对常规项目造成的部分影响，随着常规检测项目的恢复，体外诊断板块有望重回快速增长赛道；③医学影像：收入 41.96 亿元，同比增长 3.88%，毛利率 66.18%，同比下滑 2.24 个百分点，全球疫情导致便携彩超、移动 DR 的需求量增长，台式彩超暂时承压。按地区来看，2020 年公司境内收入 111.10 亿（+16.53%），国外 99.16 亿（+41.21%），公司的国际化水平和品牌影响力持续提升。

公司拟以现金收购 Hytest Invest Oy（海肽生物）及其下属公司全部股权，以完善化学发光产品研发及供应链平台建设。我们预计收购总价达到 5.45 亿欧元（约合 42 亿元人民币），最终交易金额以实际交割时确认为准。Hytest 是全球领先的免疫诊断试剂原材料供应商之一。公司将通过此次收购优化产业链全球化布局，提升化学发光产品研发与供应链平台建设。

研发投入持续，新产线不断布局。公司研发投入保持在较高水平，2020 年与 2021Q1 研发投入分别为 20.96/5.88 亿元，同比增长 27.04%/22.10%。公司三大领域产品不断丰富，共拥有 716 个医疗器械注册证。同时，公司在微创外科业务和兽用业务的投入持续加强。微创外科业务布局荧光成像技术的腹腔镜系统、冷光源、气腹机、微创手术器械以及与设备匹配的高值耗材等方面。兽用业务推出了兽用麻醉机、兽用超声、兽用血液细胞分析仪等产品。

风险因素：中美贸易摩擦风险、汇率波动风险、产品价格下降风险。

投资建议：疫情背景下，公司作为医疗器械龙头的优势进一步体现，长期投资价值显著。公司将通过收购 Hytest 优化产业链全球化布局，提升化学发光产品研发与供应链平台建设。维持 2021-2023 年 EPS 预测 6.58/8.02/9.68 元，现价对应 PE 73/60/50 倍，维持“买入”评级。

表 52：迈瑞医疗盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,556	21,026	25,298	30,504	36,670
营业收入增长率 YoY	20.4%	27.0%	20.3%	20.6%	20.2%
净利润(百万元)	4,681	6,658	7,999	9,745	11,773
净利润增长率 YoY	25.8%	42.2%	20.1%	21.8%	20.8%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益 EPS(基本)(元)	3.85	5.48	6.58	8.02	9.68
毛利率	65.2%	65.0%	65.4%	65.6%	65.8%
净资产收益率 ROE	25.2%	28.6%	28.3%	28.0%	27.6%
每股净资产 (元)	15.29	19.15	23.23	28.67	35.05
PE	124.8	87.7	73.0	59.9	49.6
PB	31.4	25.1	20.7	16.8	13.7
PS	35.3	27.8	23.1	19.2	15.9
EV/EBITDA	108.0	73.7	61.4	50.6	42.3

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

惠泰医疗：通路产品业绩贡献显著，创新产品线布局全面

惠泰医疗是国产电生理和血管介入领域的领先企业，市场竞争力强，进口替代市场空间广阔。2020 年与 2021 年一季度公司收入与利润端均实现快速增长，业绩逐季加速。2020 年公司营业收入 4.79 亿元，同比增长 18.68%，归母和扣非净利润分别为 1.11 亿/0.98 亿元，同比分别增长 34.15%/21.30%。虽然在疫情对终端手术量严重影响下，公司业绩仍实现快速增长，符合市场预期。2020Q1-2021Q1 各季度营收分别为 0.72/1.21/1.30/1.57/1.61 亿元，归母净利润分别为 0.09/0.31/0.31/0.39/0.47 亿元，收入与利润端业绩逐季持续环比增长。

血管介入类通路产品贡献明显，电生理有望 2021 年开始发力。公司是国内电生理与血管介入通路耗材领域的龙头企业，在产品技术、产品齐全性以及性能稳定性方面具备领先优势。2020 年公司营收分板块来看：①冠脉通路：收入 1.94 亿元，同比增长 38.25%；②外周介入：收入 6588.40 万元，同比增长 100.23%；③电生理：由于疫情原因，医院电生理手术量恢复情况受到影响，实现收入 1.59 亿元，同比下滑 8.09%，随着国产首个磁电融合三维电生理标测系统于 2021 年 1 月成功获批，电生理板块收入有望得到提升；④OEM：收入 0.59 亿元，同比增长 7.98%。公司的终端覆盖能力较强，产品临床认可程度较高。截至 2020 年，在国内市场，通路与电生理产品已分别覆盖超过 1300 家与 500 家终端医院；国际市场上，公司产品已在超过 85 个国家实现销售，2020 年境外收入 5851.10 万元，同比增长 15.75%。

电生理与血管介入创新研发持续，进口替代市场空间广阔。公司创新研发实力突出，已在电生理和血管介入领域形成了完善的产品布局。公司研发投入持续，2020 年和 2021Q1 研发投入分别为 7189.94 万/2158.46 万元，同比+2.10%/+64.27%，研发费用率分别为 15.00%/13.42%。截至 2020 年底，公司研发人员 191 人，占公司全体员工的 19.43%；公司拥有 III 类医疗器械注册证 33 个、I 类和 II 类注册证各 2 个。通过齐全的产品线，公司具备为终端客户提供完整“一站式”产品采购、配送和售后维护解决方案，有助于提升客户黏性，进一步提高竞争力。公司在研产品管线丰富，目前共有 17 个在研项目，包括产品升级与创新产品开发，其中 3 个属于电生理领域，14 个属于血管介入领域。在国内电生理及血管介入行业，外资品牌市占率 80%以上，未来随着公司创新产品临床认可度提升，有望进一步打开进口替代市场空间。

风险因素：新产品研发失败风险、市场竞争风险、行业政策风险。

投资建议：公司是国产电生理和血管介入领域的领先企业，市场竞争力强，进口替代市场空间广阔。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测为 2.47/3.53/4.88 元，现价对应 PE 132/93/67 倍，维持“买入”评级。

表 53：惠泰医疗盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	404	479	735	1,019	1,378
营业收入增长率 YoY	67.1%	18.7%	53.3%	38.7%	35.1%
净利润(百万元)	83	111	165	235	326
净利润增长率 YoY	283.9%	34.2%	48.8%	42.7%	38.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.24	1.66	2.47	3.53	4.88

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	70.8%	70.4%	69.5%	70.7%	71.8%
净资产收益率 ROE	23.6%	24.1%	9.3%	11.8%	14.2%
每股净资产（元）	5.24	6.90	26.72	29.86	34.30
PE	263.4	196.8	132.2	92.5	66.9
PB	62.3	47.3	12.2	10.9	9.5
PS	53.9	45.5	29.6	21.4	15.8
EV/EBITDA	193.5	144.1	103.7	74.6	53.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

艾德生物：创新产品不断丰富，伴随诊断龙头优势凸显

艾德生物 2020 年业绩在疫情影响下依然实现快速增长，且技术服务和海外业务表现亮眼，与国内外知名药企的伴随诊断合作稳步落地。2020 年公司营业收入 7.28 亿元，同比增长 25.94%，归母和扣非净利润为 1.80/1.47 亿元，同比增长 33.11%/25.69%；若剔除股权激励费用影响，2020 年公司归母净利润为 2.28 亿元，同比增长 33.22%。整体来看，2020 年，在疫情影响下，公司业绩依然实现较高增长，肿瘤伴随诊断的刚需属性明显。2021 年一季度公司实现营业收入 1.74 亿元，同比增长 91.65%，归母净利润 0.43 亿元，同比增长 67.59%，扣非净利润 0.39 亿元，同比增长 183.25%；若剔除股权激励费用影响，2021Q1 公司归母净利润为 0.52 亿元，同比增长 26.69%，扣非净利润为 0.47 亿元，同比增长 64.98%。由于市场拓展有力，且 2020Q1 业绩受疫情影响基数较小，2021Q1 公司主营业务实现较高增长，符合市场预期。

多技术平台优势显著，技术服务和海外业务增长亮眼。公司已建立起丰富的以 PCR、NGS、FISH、IHC 等技术平台为基础的肿瘤伴随诊断产线，已有 23 种单基因和多基因分子诊断产品在 NMPA 批准上市。2020 年分板块来看，公司①检测试剂收入 5.65 亿元，同比增长 17.97%，为主营业务核心，保持较快增长；②检测服务收入 1.16 亿元，同比增长 44.83%；③技术服务收入 0.43 亿元，同比增长 125.93%，预计随着公司与国内外知名药企伴随诊断合作的陆续落地，技术服务收入将保持在较高增速水平。从国内外市场来看，2020 年公司国内收入 6.20 亿元，同比增长 20.87%，销售团队进一步扩充至 300 余人，对终端的学术推广能力进一步强化；海外收入 1.09 亿元，同比增长 65.61%，增长亮眼。

伴随诊断合作稳步落地，PCR-11 基因在日本正处于行政审批阶段。公司创新研发实力较强，后续 SDC2（已获批）、PD-L1、PCR-11 基因、MSI、Classic panel、HRD、Master panel 等新产品将陆续上市。此外，公司与阿斯利康、辉瑞、礼来、卫材、强生、安进、默克、恒瑞、百济等国内外知名药企的伴随诊断合作稳步落地，先发优势进一步建立。公司持续推进产品在当地的注册报批工作，PCR-11 基因产品已顺利完成在日本的注册临床试验，正处于行政审批阶段，在亚洲个体化医学癌症基因筛查项目中，PCR-11 基因产品与 FDA 批准的 NGS 产品 Oncomine 的平行比较临床数据显示出高度一致性，总符合率达到 97.9%；产品同时检测 DNA 和 RNA 的检测成功率高达 97%，远高于 NGS 产品的 75%，且检测周期更短，产品优势明显。

风险因素：产品价格维护不达预期，行业竞争加剧，新品研发不达预期。

投资建议：公司 2020 年业绩在疫情影响下依然实现快速增长，且技术服务和海外业务表现亮眼，与国内外知名药企的伴随诊断合作稳步落地，符合市场预期。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测为 1.18/1.55/1.99 元，现价对应 PE 74/57/44 倍，维持“增持”评级。

表 54：艾德生物盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	578.36	728.39	961.01	1,240.50	1,581.73
营业收入增长率 YoY	32%	26%	32%	29%	28%
净利润(百万元)	135.47	180.33	261.03	344.40	441.86
净利润增长率 YoY	7%	33%	45%	32%	28%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益 EPS(基本)(元)	0.61	0.81	1.18	1.55	1.99
毛利率	90%	87%	85%	84%	84%
净资产收益率 ROE	15.02%	15.98%	19.57%	21.39%	22.59%
每股净资产 (元)	4.07	5.09	6.01	7.26	8.82
PE	143.9	108.4	74.4	56.6	44.1
PB	21.6	17.2	14.6	12.1	10.0
PS	33.7	26.7	20.3	15.7	12.3
EV/EBITDA	112.2	87.5	62.8	47.4	37.8

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

乐普医疗：集采影响逐步降低，创新产品步入收获期

公司是国内心血管介入领域龙头，长期的管线布局良好，在心血管的“介入无植入”领域处于国内领先地位，长期投资价值显著。集采影响逐步降低，公司整体业绩增长符合市场预期。2020 年公司实现营业收入 80.39 亿元，同比增长 3.12%，归母及扣非净利润为 18.02/14.13 亿元，同比分别增长 4.44%/13.87%，在疫情和集采影响下依然实现正向增长。2021Q1 公司营业收入 27.49 亿元，同比增长 64.96%，归母及扣非净利润为 7.26/6.83 亿元，同比分别增长 89.17%/81.76%，其中新冠相关 IVD 产品收入 6.07 亿元，除新冠疫情相关产品外的原有基本业务收入实现增长 28.57%，整体业绩增长良好，符合市场预期。

介入无植入创新产品成为冠脉产品主力军。分产品线来看：①器械类产品 2020 年整体实现营收 34.00 亿元（-1.05%），其中支架系统实现收入 11.08 亿元（-38.00%），结构型和心脏节律器械营收 1.91 亿元（+0.09%），非心血管器械实现营收 17.11 亿元（+76.43%），代理配送业务收入 3.86 亿元（-20.50%）。2021Q1 器械类产品表现突出，其中疫情相关的体外诊断业务收入为 6.07 亿元，国内冠脉产品实现总销售额 2.11 亿元（+23.5%），随着国家组织冠脉支架集中带量采购的实施，传统支架业务收入有所下降，但介入无植入创新产品组合（可降解支架、药物球囊、切割球囊等）实现销售收入 1.32 亿元，同比增长 1400%，较 2020Q4 环比增长 320%，占冠脉产品总销售额的 62.6%，逐渐成为冠脉产品的主力军；②药品板块 2020 年实现收入 34.12 亿元（-11.35%），其中制剂实现营收 28.72 亿元（-9.91%），原料药实现营收 5.40 亿元（-18.31%）；③医疗服务及健康管理业务 2020 年实现营收 12.27 亿元（+140.36%），其中家用器械和医学检验类业务在疫情期间市场需求大幅提升。

创新器械产品布局丰富，已逐步进入收获期。公司在研产品丰富，长期发展动力十足，且公司持续加大创新产品的研发投入，2020 年与 2021Q1 研发投入分别为 7.36/1.65 亿元，同比+35.34%/+29.40%。2020 年公司冠脉药物球囊、切割球囊、左心耳封堵器、人工智能心电图机等多款重磅创新产品获批。公司新一代可吸收支架正在研发中；第二代冠脉药物球囊 2020H1 已启动临床试验，第三代雷帕霉素药物球囊正在型检阶段；外周紫杉醇药物球囊已进入临床试验，雷帕霉素微球外周载药球囊已进入型检阶段；可降解封堵器系统预计将于 2022 年获批；在瓣膜性疾病介入领域，公司自主研发的可完全回收的经导管植入式主动脉瓣膜系统 TAVR3.0 已于 2021 年启动临床研究；二尖瓣修复与二尖瓣夹系统预计 2021 年进入临床试验阶段。

风险因素：药品及耗材降价，新兴领域投资不达预期。

投资建议：公司是国内心血管介入领域龙头，长期的管线布局良好，在心血管的“介入无植入”领域处于国内领先地位，长期投资价值显著。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测为 1.32/1.59/1.93 元，现价对应 PE 24/20/16 倍，维持“买入”评级。

表 55：乐普医疗盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,796	8,039	10,055	12,311	14,921
营业收入增长率 YoY	22.6%	3.1%	25.1%	22.4%	21.2%
净利润(百万元)	1,725	1,802	2,376	2,875	3,478
净利润增长率 YoY	41.6%	4.4%	31.8%	21.0%	21.0%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益 EPS(基本)(元)	0.96	1.00	1.32	1.59	1.93
毛利率	72.2%	67.0%	66.2%	66.1%	66.1%
净资产收益率 ROE	23.1%	18.3%	20.1%	20.3%	20.4%
每股净资产 (元)	4.15	5.47	6.56	7.86	9.43
PE	33.1	31.7	24.0	20.0	16.4
PB	7.6	5.8	4.8	4.0	3.4
PS	7.3	7.1	5.7	4.7	3.8
EV/EBITDA	23.8	22.3	20.3	17.1	14.4

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

大博医疗：收购计划完善脊柱微创产线布局，龙头地位不断夯实

大博医疗作为我国国产骨科领域的龙头企业，公司在创伤、脊柱等领域已建立起明显的先发优势，并在关节、微创外科、齿科等赛道持续深化布局，此外公司的新一轮激励方案也体现了对业绩增长的长足信心。2020 年公司实现营业收入 15.87 亿元，同比增长 26.21%，归母及扣非净利润为 6.06/5.53 亿元，同比分别增长 30.12%/30.78%，在疫情背景下公司业绩仍实现较快增长，龙头地位凸显。2021Q1 公司营业收入 3.75 亿元，同比增长 62.84%，归母及扣非净利润为 1.31/1.24 亿元，同比分别增长 46.39%/80.43%，主要与去年同期基数较低及 2021Q1 公司主业进一步显著增长有关。

立足骨科，积极布局创新耗材产线。公司是国产创伤和脊柱的领先企业，2020 年公司创伤类产品营业收入 9.81 亿元，同比增长 23.06%，毛利率 87.72% (+0.18Pct)，领先优势进一步夯实；脊柱类产品收入 3.69 亿，同比增长 39.31%，毛利率 89.76% (+0.44Pct)，已逐渐成为新的增长引擎；微创外科类产品收入 1.11 亿元，同比增长 21.69%；神经外科类产品收入 3812.90 万元，同比增长 10.64%。公司继续巩固在创伤和脊柱领域的优势，并在关节、微创外科、齿科等领域持续深化布局，长期发展前景广阔。

拟收购安德思考普 51%股权，完善脊柱微创产线布局。为进一步加快公司在脊柱产品线的全面布局，结合临床脊柱手术微创化的趋势，公司公告拟以自有资金出资 9,371 万元收购椎间孔镜设备和配套器械耗材企业北京安德思考普商贸有限公司 51%的股权，本次收购完成后，安德思考普将成为公司的控股子公司。安德思考普的主要产品为椎间孔镜设备和配套的器械耗材，拥有德国思派安德斯有限公司 (SPINENDOS GmbH) 的关于脊柱内窥镜手术器械等全部产品在中国区的独家代理权，2021Q1 安德思考普营业收入 819.12 万元，净利润 340.57 万元。此次收购有望进一步完善大博医疗的脊柱产线，并在研发、销售等维度实现协同，有望全面提升公司脊柱产线的综合竞争力。

新一轮股权激励方案，彰显成长信心。公司上一期股权激励方案的考核指标是以 2018 年扣非净利润为基数，2019-2021 年扣非端增长不低于 24%/55%/95%（同比增长 24%/25%/26%），激励效果在 2019 和 2020 年的业绩中显现明显。近日公司已公告新一轮股权激励方案，首次授予价格为 26.08 元/股，考核指标为 2022-2024 年扣非净利润增速较 2021 年增长不低于 24%/55%/95%（同比增长 24%/25%/26%）。以 2021 年 5 月 14 日为授予日，公司已首次授予 540 名激励对象 310.94 万股限制性股票，激励对象涵盖公司董事、核心管理和技术人员，激励范围较上一轮进一步扩大，且业绩目标接近 3 年翻倍的增长，彰显了管理层对业绩快速增长的信心。

风险因素：集采和招标降价风险、经销模式风险、原材料供应风险。

投资建议：公司是我国骨科高值耗材领先企业，并在微创外科和齿科等领域布局领先。新一轮激励方案体现了公司业绩增长的长足信心。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测为 1.95/2.49/3.14 元，现价对应 PE 38/30/24 倍，维持“买入”评级。

表 56：大博医疗盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,257	1,587	2,036	2,592	3,274
营业收入增长率 YoY	62.8%	26.2%	28.3%	27.3%	26.3%
净利润(百万元)	465	606	784	1,001	1,264

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润增长率 YoY	25.3%	30.1%	29.4%	27.7%	26.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.16	1.51	1.95	2.49	3.14
毛利率	85.6%	85.9%	86.0%	86.1%	86.1%
净资产收益率 ROE	27.0%	28.8%	30.5%	31.8%	32.5%
每股净资产 (元)	4.28	5.23	6.38	7.84	9.67
PE	63.9	49.1	38.0	29.7	23.6
PB	17.3	14.2	11.6	9.4	7.7
PS	23.7	18.8	14.6	11.5	9.1
EV/EBITDA	52.0	40.0	30.4	23.8	19.0

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

药明康德：季度收入环比迭创新高，投资收益影响下利润实现超高增长

公司 2021Q1 业绩略超预期，单季度收入环比迭创新高。剔除 2020Q1 国内新冠疫情爆发的特殊事件影响，从 2018Q1 开始公司季度收入环比持续提升，2021Q1 季度实现营业收入 49.50 亿元，同比增长 55.31%（2019Q1-2021Q1 年均复合增速 33.70%）；归母净利润 15.00 亿元，同比增长 394.92%，（2019Q1-2021Q1 复合增速 96.87%）；扣非归母净利润 8.30 亿元，同比增长 120.92%（2019Q1-2021Q1 复合增速 29.49%）；其中若扣除可转债衍生金融工具部分的公允价值变动损失/(收益)、权益类投资(收益)/亏损及其他因素包括股权激励费用、汇率波动相关损益、并购所得无形资产摊销等，公司 Q1 季度经调整 Non-IFRS 归母净利润 9.43 亿元，同比增长 63.60%（经调整 Non-IFRS 归母净利润率同比提升约 1pct），2019Q1-2021Q1 复合增速 34.66%；我们认为公司经调整 Non-IFRS 归母净利润的高速增长，主要是因为公司坚持产能及能力建设，生产运营效率提升带来毛利率的增长（Non-IFRS 毛利率提升约 0.9pct）以及合理有效地控制费用（2021Q1 公司的销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 3.20%/9.61%/4.13%，分别相比去年同期变化-0.54/-1.82/0.18 个百分点——公司单 21Q1 季度的管理/研发/销售费用率加和，相比 2020Q1 降低 2.18pcts）。

小分子 CDMO 业务实现强劲增长，多项经营指标提示公司业务超高景气度。公司 2021Q1 季度毛利率 37.10%，同比提升 2.46pcts，推断主要系去年同期受疫情影响以及公司进一步提高生产运营效率。分业务板块来看：1）中国区实验室服务 21Q1 季度实现收入 25.63 亿元，同比增长 49.00%，2019Q1-2021Q1 复合增速 34.25%，呈现加速增长态势；其中化学客户定制服务收入同比增长约 58%+、药物安全性评价业务收入同比增长约 114%（公司临床前评价使用动物资源储备充足），为增长最强劲的部门。2）小分子 CDMO 服务 Q1 季度实现收入 16.95 亿元，同比增长 100.00%，2019Q1-2021Q1 复合增速 45.11%，同样呈现加速增长态势；2021Q1 末公司小分子 CDMO 服务新增分子数量超过 169 个（包括 11 个赢得分子项目），项目所涉新药物分子超过 1500 个（其中临床 3 期 46 个-去年同期 42 个，已获批上市的 28 个-去年同期 22 个），2019Q1-2021Q1 小分子管线复合增速 34.1%。3）美国区实验室服务 Q1 季度实现收入 3.29 亿元，同比减少 15.3%，2019Q1-2021Q1 复合增速 1.56%，主要是因为持续受到新冠疫情影响；但另一方面，公司预计 2021 年将有 2-3 个细胞基因治疗 CDMO 项目向美国 FDA 递交上市申请（BLA），有望带动公司美国区实验室板块恢复快速增长势头。4）临床研究及其他 CRO 服务板块 Q1 季度实现收入 3.59 亿元，同比增长 56.8%，2019Q1-2021Q1 复合增速 28.03%；其中 CDS（康德弘翼）在手订单较去年同期增长约 56%、SMO 在手订单较去年同期增长约 47%。此外，多项经营指标提示公司业务超高景气度：2021Q1 末，公司存货 30.85 亿元，相比 2020 年同期期末增长 55.55%，相比期初增加 14.82%；在建工程 35.43 亿元，相比 2020 年同期期末增长 68.23%，相比期初增加 14.82%；预付款项 2.59 亿元，相比 2020 年同期期末增加 93.28%，相比期初增加 47.21%；上述三项财务指标都显示出了持续增长的趋势，侧面反映了目前公司在手订单的充沛以及需求的超高景气度——预示了公司全年实现收入高增长的确性很强。

多业务“小循环”持续赋能全球医药创新前沿，一体化平台成果丰硕。公司坚持“长尾”战略和 CDMO 商业模式，充分发挥“一体化、端到端”的研发服务平台优势，从“跟

随项目发展”到“跟随药物分子发展”，不断扩大服务、拓展客户并增强客户转化，预计未来将驱动公司业绩持续增长。2021Q1，公司新增客户超过 360 家，活跃客户超过 4400 家，来自于原有客户的收入占比为 96%，来自于新增客户的收入占比为 4%。2021Q1，公司构建了多个业务“小循环”：其中①HITS 一体化靶标到命中化合物发现平台——赋能超过 600 家全球客户，增速约 36%；②WIND（WuXi IND）服务平台：2021Q1 签约超过 40 个服务项目；③DDSU 国内客户临床前一体化研发服务——2021Q1 完成 2 个项目的 IND 申报工作，并获得 4 个项目的临床试验批件；目前有 2 个项目处于临床 3 期，11 个项目处于临床 2 期，57 个项目处于临床 1 期；④细胞和基因治疗服务——2021Q1 为 36 个临床阶段细胞和基因治疗项目提供服务，包括 22 个 I 期临床试验项目和 14 个 II/III 期临床试验项目。此外，公司计划持续积极进行人员的扩张和能力规模建设，作为业务高增长的基础——公司预计到 2023 年全球实验室、工厂和办公场地将超过 160 万平方米，2021 年公司员工数量将增长 27%（2016-2020 人员增长 CAGR 为 23%）。

风险因素：药企研发投入不及预期；生物技术企业融资不及预期。

投资建议：公司是全球医药研发生产外包龙头企业，2021Q1 小分子 CDMO 和中国区实验室服务业务维持强劲加速增长势头，驱动整体业务收入单季度环比迭创新高；考虑到美国区实验室和临床 CRO 业务，在新冠疫情进一步得到控制后有望恢复相对高速增长，以及存货/在建工程/预付款项等财务指标的持续增长势头，我们判断，公司 2021 年全年业绩高增长可期。综上，我们维持公司 2021-2023 年 EPS 预测为 1.70/2.21/2.94 元，现价对应 PE 分别为 96/74/56 倍。我们维持目标价 190 元，对应公司 2021 年 PE 112 倍，维持“买入”评级。

表 57：药明康德盈利预测与估值表

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,872.21	16,535.43	21,978.91	28,647.38	36,959.74
营业收入增长率	34%	28%	33%	30%	29%
净利润(百万元)	1,854.55	2,960.24	4,171.14	5,413.20	7,206.30
净利润增长率	-18%	60%	41%	30%	33%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.76	1.21	1.70	2.21	2.94
毛利率%	39%	38%	39%	40%	40%
净资产收益率 ROE%	10.71%	9.11%	11.66%	13.55%	15.83%
每股净资产（元）	7.06	13.26	14.60	16.30	18.58
PE	215.93	135.28	96.01	73.98	55.57
PB	23.13	12.32	11.19	10.03	8.80

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

凯莱英：汇率扰动不改稳健增长本色，新技术+新业务驱动业绩中长期高增长

汇率扰动下 21Q1 收入端实现快速增长，剔除汇率/激励影响后业绩符合预期。公司 2021Q1 季度实现营业收入 7.77 亿元，同比增长 63.45%；归母净利润 1.54 亿元，同比增长 42.86%；扣非归母净利润 1.29 亿元，同比增长 38.67%。公司 2021Q1 季度毛利率 42.87%，相比去年同期下降 4.85pcts，我们认为主要是受到汇率波动的影响较严重（2021Q1 期间美元兑人民币平均汇率约为 6.5，而 2020 年同期约为 6.9-7.0——我们推断汇率对于毛利率的影响在 3-4pcts，若参考以往年度公司海外收入占比，假设 2021Q1 公司海外美元收入占比 90%，其余均为人民币收入，则收入端还原汇率影响后，同比增速达到 73%）。此外，我们推断新收入准则带来的运保费会计处理调整以及人员激励成本增加与设备的投入，也对单季度毛利率有所影响。而 2021Q1 内，公司的销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 2.46%/12.69%/10.74%-0.92%，分别相比去年同期变化-1.78/1.10/-0.79/0.89 个百分点，管理费用的增长及财务费用的增加，一部分是加大人才引进的基础薪酬费用增加，另一部分则主要是受到了股权激励摊销和汇兑波动损益的影响（2021Q1 汇率变动对现金及现金等价物的影响为-315 万元，2020 年同期 224 万元）；若剔除股权激励和汇兑波动损益因素，公司 2021Q1 归母净利润达到约 1.68 亿元，同比增长 55.93%，净利率则达到 21.67%（原为 19.86%）。

多项财务指标凸显订单强劲趋势，提示公司年内业绩高增长确定性强。2021Q1 末，公司预付款项 1.35 亿元，相比期初增加 103.33%，相比去年同期增加 90.00%，预付款项大幅增加，主要是因为公司客户需求和销售收入快速增长，预付在执行项目所需原材料款项增加所致。此外，2021Q1 末公司存货达到 8.00 亿元，相比期初增加 10.20%，相比去年同期增加 50.65%；2021Q1 末合同负债（预收款项）1.41 亿元，相比期初增加 56.01%，相比去年同期增加 367.51%；存货及合同负债（预收款项）的增长进一步反映了公司在手订单充足和未来 1-2 个季度内收入高增长的良好确定性。伴随公司加快产能建设（根据年报数据，公司预计 2021 年底反应釜总体积相较 2019 年底增长超过 80%）与人员扩张（公司员工总数由 2019 年末的 3840 人增长至 2020 年末的 5477 人，同比大幅增长 42.63%），并且考虑到公司商业化阶段项目数量明显增加，国内 NDA 项目在手订单充沛，我们预计公司将进入持续 2-3 年的国内外商业化阶段项目共振放量阶段。

借鉴 BOT 创新服务模式再次获得新订单，公司有望打开新的业务增长点。根据公司最新公告：“公司子公司凯莱英生命科学法尔玛制药签署《关于核酸药物 API 产能建设项目委托代建与运营合同》，接受其委托，就“核酸药物 API 产能建设项目”代为建设和运营中试&产业化规模的核酸药物 API GMP 厂房等设施，对项目建设实施进行全过程管理，并在该项目完成建设后对其进行运营。”——这是公司继瑞博生物之后又一例借鉴 BOT 模式的创新型合作。依托此模式：①公司能够凭借丰富运营管理经验和技術优势，减少因业务扩张带来相应大规模固定资产投入，获取稳定订单并通过运营工厂实现商业化生产；②有助于公司迅速积累在化学大分子领域的经验及能力，以创新商业模式与创新药企业实现高度业务协同，在核酸药物的蓬勃发展下，为公司打开新的业务增长点；③新赛道业务料还将与公司 CMC 业务形成协同，扩大客户群体和订单规模。

风险因素：临床阶段项目数量增长不及预期、商业化阶段大订单终端销售波动、制剂

和大分子等新业务拓展不及预期。

投资策略：公司作为国内领先、国际知名的医药 CDMO 公司，核心技术优势明显，客户认可度高；剔除汇率和激励影响后 2021 年一季度业绩符合预期。公司商业化阶段项目数增长明显，国内 MAH 项目在经过较长培育期后也即将迎来放量；预计未来几年随着国内外客户商业化项目的增多，公司业绩会呈现高速增长态势。此外，公司公告拟发行 H 股，资本助力下结合公司新技术和新业务发展，有望打开远期成长天花板。综上，我们维持公司 2021-2023 年 EPS 预测为 4.12/5.47/7.27 元，现价对应 PE 分别为 88/66/50 倍，维持目标价 425 元，对应 2021 年 103 倍 PE，维持“买入”评级。

表 58：凯莱英盈利预测与估值表

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,460	3,150	4,219	5,553	7,398
营业收入增长率	34.1%	28.0%	33.9%	31.6%	33.2%
净利润(百万元)	554	722	999	1,327	1,765
净利润增长率	29.3%	30.4%	38.3%	32.9%	33.0%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.28	2.98	4.12	5.47	7.27
毛利率%	45.5%	46.6%	46.4%	47.3%	48.4%
净资产收益率 ROE%	18.2%	12.0%	14.6%	16.6%	18.6%
每股净资产 (元)	12.55	24.71	28.22	32.86	39.03
PE	158.1	121.3	87.7	66.0	49.6
PB	28.8	14.6	12.8	11.0	9.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

九洲药业：Q1 略超预期，CDMO 业务放量驱动业务高增

公司 2020 年业绩符合预期，Q4 单季度收入、利润创新高。公司 2020 年实现营业收入 26.47 亿元，同比增长 31.26%；归母净利润 3.81 亿元，同比增长 60.05%；扣非归母净利润 3.22 亿元，同比增长 41.55%。从单季度看，公司 2020Q4 实现营业收入 9.01 亿元，同比增长 36.88%，归母净利润 1.41 亿元，同比增长 38.30%；扣非归母净利润 1.11 亿元，同比增长 31.63%。2020Q4 单季度收入、利润创历史新高。公司 2020 年毛利率 37.51%，同比提升 2.67pcts，主要系较高毛利 CDMO（专利药原料药及中间体）业务快速增长带来公司收入结构的改变，以及原料药业务毛利率有所提升所致，公司 2020 年净利率为 14.35%，同比提升 2.60pcts；2020 年，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 1.55%/11.84%/4.31%/3.46%，分别相比 2019 年同期变化 -0.59/-0.85/-0.38/3.13pcts，其中财务费用有所增加主要系汇兑损益的影响（2020 年公司汇兑损失 5073 万元，2019 年同期 44 万元）。

CDMO 业务加速腾飞，未来有望维持高速增长态势。2020 年，公司 CDMO 业务实现收入 12.93 亿元，同比增长 70.82%——一方面，公司和大型跨国药企管线合作持续深化，包括和诺华合作的 Entresto 和 Kisqali 在内的多个商业化阶段订单持续放量，驱动 CDMO 业务持续高成长（根据诺华公告，Entresto 2020 年销售额 24.97 亿美元，同比增长 45%；Kisqali 销售额 6.87 亿美元，同比增长 43%），苏州瑞博 2020 年实现收入 5.38 亿元，净利润 0.75 亿元，收购后的完整第一年度就实现盈利；另一方面，公司和国内创新药企（包括贝达药业、艾力斯、海和生物、绿叶制药、华领医药等）和大型药企（上海医药）深度合作，多年深耕后 MAH 项目即将进入收获期，我们预计未来 3-5 年每年都会有 2-3 个国内商业化项目落地；此外公司持续提升全球领先的技术平台能力，赋能新药研发，与多家国际制药巨头形成深度嵌入式合作关系，带来了明显的早期阶段项目增量，未来随着这些早期项目持续向后期进展，公司的潜在商业化项目储备将得到进一步增厚——公司 2020 年承接的 CDMO 项目中，商业化项目和 I 期/II 期项目数量快速增长，其中已上市项目 16 个（19 年 11 个、18 年 11 个），处于 III 期临床的项目 40 个（19 年 37 个、18 年 35 个），处于 I 期和 II 期临床的有 438 个（19 年 330 个、18 年 270 个）。公司 2020 年 CDMO 业务的毛利率 41.34%，同比减少 1.27pcts，我们判断可能与毛利率相对较低的商业化 CDMO 收入占比增加相关（可参考公司 2020 年，心血管类领域业务毛利率同比减少 18.69pcts，抗肿瘤类领域业务毛利率同比减少 10.87pcts）。

原料药业务量价齐升，江苏瑞科正式复产后料将带来明显业绩增量。2020 年公司原料药业务实现收入 11.27 亿元，同比增长 11.21%，毛利率 38.02%，同比提升 3.80pcts；其中增长最为明显的是抗感染类产品，2020 年内实现收入 3.75 亿元，同比增长 50.55%，毛利率 33.41%，同比提升 10.80pcts。2020 年，公司 2 个原料药研发产品实现商业化生产，并同时降血压、抗 HIV 及内分泌系统等领域进行新产品布局；此外，公司加速推进原料药制剂一体化——截至 2020 年末，公司已有 12 个仿制药制剂项目处于不同研发阶段。江苏瑞科已于 2020 年 6 月恢复生产（能够年产 100 吨亚胺培南、500 吨氯氮卓、50 吨索非布韦），2020 全年实现收入 1.77 亿元，净亏损 5710 万元（2019 年收入 1.78 亿元，净亏损 7392 万元），2020H2 相比 2020H1 经营状况得到明显改善（2020H1 营收 112.74 万元，净亏损 7248 万元），半年度实现盈利 1538 万元——我们认为随着瑞科复产产能

利用率的逐步提高，预计 2021 年全年能够实现 1-2000 万元以上的盈利。

2021Q1 整体略超预期，公司年内业绩高增长确定性强。公司 2021Q1 季度实现营业收入 8.56 亿元，同比增长 118.66%；归母净利润 0.94 亿元，同比增长 190.92%；扣非归母净利润 0.97 亿元，同比增长 211.31%——公司 Q1 季度收入实现快速增长主要系 CDMO 业务增加及江苏瑞科复产所致（根据诺华 Q1 季报，Entresto Q1 销售额 7.89 亿美元，同比增长 39%；Kisqali 销售额 1.95 亿美元，同比增长 21%）。公司 2021Q1 季度毛利率 31.25%，同比减少 8.03pcts，我们预计主要是受到汇率波动和业务收入结构的季度性变化影响所致；公司 2021Q1 净利率 11.06%，同比提升 2.81pcts，主要系管理费用率相比去年同期大幅减少 10.67pcts。此外，公司多项财务指标大幅增加，提示年内业绩高增长确定性强——2021Q1 期末，合同负债（预收款项）0.55 亿元，相比去年同期期末增长 602.01%，相比期初增长 145.21%，存货则达到 13.15 亿元，相比去年同期增长 43.38%，相比期初增长 12.36%，我们判断合同负债及存货的同时高增长主要和 CDMO 业务相关，进一步反映了公司在手订单的充足和未来 2-3 个季度内 CDMO 业务收入高增长的确定性。

风险因素：整合情况低于预期，订单数量增长不及预期，竞争加剧导致订单价格下降，政策风险，汇率波动风险。

投资建议：从短期来看，公司 CDMO 业务有望持续高速增长态势，我们预计 2021 年仅 CDMO 业务就有望带来 18-20 亿元收入。此外，江苏瑞科复产产能利用率的逐渐提升，将带来 2021 全年的业绩弹性。中长期角度，随着公司和诺华合作三大商业化项目的落地和放量，以及公司客户研发项目管线储备的持续优化，将进一步打开公司 CDMO 业务的成长空间。综上，我们维持公司 2021-2023 年 EPS 预测 0.75/0.98/1.28 元，现价对应 PE 分别为 61/46/36 倍，维持目标价 55 元，对应公司 2021 年 PE 73 倍，维持“买入”评级。

表 59：九洲药业盈利预测与估值表

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,017	2,647	3,589	4,603	5,817
营业收入增长率	8.3%	31.3%	35.6%	28.2%	26.4%
净利润(百万元)	238	381	620	815	1,061
净利润增长率	51.3%	60.0%	62.9%	31.5%	30.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.29	0.46	0.75	0.98	1.28
毛利率%	34.8%	37.5%	38.2%	38.5%	38.6%
净资产收益率 ROE%	8.3%	12.3%	13.7%	16.0%	18.3%
每股净资产 (元)	3.43	3.71	5.45	6.12	6.98
PE	159.1	99.4	61.0	46.4	35.7
PB	13.3	12.3	8.3	7.4	6.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

泰坦科技：业绩快速增长，行业基础设施建设助力科学服务龙头全国高速扩张

公司 2020 年业绩符合预期，Q4 单季度收入、利润创历史新高。公司 2020 年实现营业收入 13.84 亿元，同比增长 21.01%；归母净利润 1.03 亿元，同比增长 38.65%；扣非归母净利润 0.91 亿元，同比增长 31.69%。从单季度看，公司 2020Q4 实现营业收入 4.80 亿元，同比增长 37.58%，归母净利润 0.52 亿元，同比增长 74.83%；扣非归母净利润 0.46 亿元，同比增长 57.95%——随着下半年疫情影响逐渐消除，高校企业恢复正常，公司经营明显好转，单 Q4 季度收入、利润创历史新高。公司 2020 年毛利率 21.27%，同比减少 2.62pcts，我们判断主要系会计准则调整下运输费用由销售费用调整计入成本，还原后公司 2020 年毛利率 23.88%，与 2019 年的 23.89%基本持平。公司 2020 年净利率 7.36%，同比提升 0.92pct，其中公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 5.73%/3.19%/3.54%/0.40%，分别相比 2019 年变化-2.73/-0.44/0.35/-0.25 个百分点，其中研发费用有所增加系公司持续加大产品技术和平台技术投入（2020 年内，公司新申请专利及软件著作权 26 项，新授权专利及软件著作权 11 项）。公司 2020 年经营活动产生的现金流量净额由 2019 年-0.32 亿元减少至-1.38 亿元，主要系本期公司 Q4 季度销售规模增长带来应收账款增加（公司 2020 年末应收账款达到 3.79 亿元，同比增长 31.77%）及公司全国仓储布局带来的存货的增长（公司 2020 年末存货达到 2.61 亿元，同比增长 56.56%）。

产品矩阵不断丰富，公司各业务线持续稳健发展。公司通过自主品牌开发与第三方品牌合作引进等手段，丰富产品矩阵，2020 年末公司提供的产品 SKU 数量达到 85.32 万个，同比增长 29.32%，其中公司自主品牌产品销售收入占比 53.64%，毛利占比 68.35%。分产品线来看，①科研试剂产品线：2020 年收入增长 29.38%，其中自主品牌高端试剂收入达到 1.35 亿元，同比增长 31.99%——Adamas 及子品牌 Adamas-life 新增产品种类 2500 余种，尤其是生物领域的血清、培养基等系列产品实现自主突破；自主品牌通用试剂实现收入 0.83 亿元，同比增长 19.43%（受疫情影响，增速略有放缓）；第三方品牌高端试剂实现收入 1.42 亿元，同比增长 33.35%；②特种化学品产品线：2020 年收入增长 17.70%，其中自主品牌特种化学品收入达到 3.89 亿元，同比增长 18.81%；第三方品牌特种化学品收入达到 1.36 亿元，同比增长 14.62%；③科研仪器及耗材产品线：2020 年收入增长 19.91%，其中自主品牌仪器及耗材收入达到 0.64 亿元，同比增长 40.86%——自主品牌仪器及耗材通过产品创新设计和交互体验提升，新增产品系列 28 类，新增产品 200 余个；第三方品牌科研仪器及耗材收入达到 3.64 亿元，同比增长 16.84%；④实验室建设及科研信息化服务：实现收入 0.73 亿元，同比增长 13.67%。

行业基础设施和服务能力全国持续扩张，助力生物医药客户占比快速提升。华东是公司传统优势销售区域，2020 年内公司积极加强新客户覆盖，挖掘老客户潜力，华东地区实现销售收入增长 20.82%，收入占比达到 76.89%。此外，公司积极加速全国新区域的扩张，2020 年华北、西南地区初步建设了仓储配送体系，对应地区分别实现销售收入增长 33.17%/26.32%——行业基础设施的建设对业绩增长的效应体现明显；华南区域在 Q4 季度完成了仓储配送体系建设，2020 年实现销售收入增长 19.31%；西北、东北、华中等区域受限于公司的服务能力及疫情的影响，增速低于公司的平均水平——分别实现收入增长 2.59%/0.33%/1.92%。从客户构成来看，公司坚持服务终端客户，终端客户占比 93.29%；

受疫情影响，高校类客户占比略有下降（17.40%）；从下游客户的应用领域来看，公司围绕生物医药领域积极进行产品开发，生物医药企业占企业客户的整体收入由 2019 年的 31.67% 提升至 40.49%。整体来看，公司 2020 年累计服务超过 3 万家客户，超过 100 万科研人员——已经建立起高粘性、高增长、全方位合作的客户合作体系。

2021Q1 收入、利润均实现同比快速增长，为全年业绩奠定坚实基础。公司 2021Q1 季度实现营业收入 4.10 亿元，同比增长 103.12%；归母净利润 0.15 亿元，同比增长 438.75%；扣非归母净利润 0.12 亿元，同比增长 363.99%——考虑到去年同期公司业绩受新冠疫情影响较重，我们选择 2019Q1 审阅数据作为对比——公司 2019Q1-2021Q1 收入年均复合增速达到 35.67%，归母净利润和扣非归母净利润年均复合增速分别为 16.48%/14.93%。公司 2021Q1 季度毛利率 19.44%，同比减少 1.70pcts（我们判断仍主要系运输费用由销售费用调整计入成本以及少量产品收入结构的阶段性影响导致）。公司 2021Q1 净利率 3.70%，相比 2020 全年净利率减少 3.66pcts，我们认为主要是公司在全国扩张中人员和费用投入增加较快，支出相对刚性导致；另一方面则是因为费用边际效应会让收入越高的季度对应的净利率越高，而因为 Q1 相对为科学服务行业的销售淡季——2020 年同期公司净利率为 1.42%。此外，我们推断公司 Q1 股权激励摊销费用约为 200-300 万元（此前发布的方案中，2021 年公司股权激励摊销费用约 2334 万元，Q1 摊销约 1 个月），对净利润亦有一定影响。公司 2021Q1 收入同比大幅增长，参考公司 2020 年季度间收入和利润呈现环比加速态势，我们认为公司 2021 年全年净利率水平有望回归正常；全国区域高速扩张的驱动下，公司未来 3 年的收入、净利润也有望保持 35% 以上复合增速。

风险因素：区域拓展风险；采购种类较多的风险；仓储物流安全风险。

投资策略：泰坦科技是国内领先的科学服务公司，可提供全流程覆盖一站式服务。公司自 2007 年创立以来对标全球龙头赛默飞的运营模式，聚焦实验室场景，提供全流程覆盖一站式服务。公司 2020 年保持了收入和利润的快速增长；产品矩阵不断丰富，SKU 数量达到 85.32 万个，各业务线持续稳健发展；IPO 后其行业基础设施和服务能力在全国持续扩张，对业绩增长的效应体现明显，助力公司生物医药客户占比快速提升。公司 2021Q1 收入、利润同比大幅增长，为全年业绩奠定坚实基础。综上，我们维持公司 2021-2023 年 EPS 预测 1.96/2.80/3.91 元，现价对应 PE 分别为 106/74/53 倍，维持目标价至 230 元，对应公司 2021 年 PE 117 倍，维持“买入”评级。

表 60：泰坦科技盈利预测与估值表

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,144	1,384	1,986	2,798	3,905
营业收入增长率	23.6%	21.0%	43.4%	40.9%	39.6%
净利润(百万元)	74	103	149	213	298
净利润增长率	23.7%	38.6%	45.5%	42.7%	39.6%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.97	1.35	1.96	2.80	3.91
毛利率%	23.9%	21.3%	21.8%	22.2%	22.6%
净资产收益率 ROE%	13.2%	7.1%	9.6%	12.4%	15.2%
每股净资产（元）	7.39	18.86	20.41	22.61	25.67
PE	214.0	154.3	106.1	74.3	53.2
PB	28.1	11.0	10.2	9.2	8.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

智飞生物：一季度超市场预期，自主产品爆发式增长

2020 全年营收净利润高速增长，2021Q1 业绩大幅超市场预期。面对新冠肺炎挑战的大背景下，公司全年业绩保持逆势高速增长态势，2020 年实现营收 151.90 亿元，同比+43.48%；归母净利润 33.01 亿元，同比+39.51%；扣非归母净利润 33.23 亿元，同比+39.13%，整体看年报符合预期。2021Q1 业绩表现更为亮眼，实现营收 39.27 亿，同比+49.04%；归母净利润 9.38 亿元，同比+81.69%，扣非归母净利润 9.42 亿元，同比+79.68%，超出市场预期。

自主产品爆发式增长，核心代理产品持续放量。2020 年疫苗批签发在新冠疫情的催化下，全年整体实现稳步增长。根据中检院披露，2020 年公司自主产品批签发情况为：1) ACYW135 流脑多糖疫苗 606.24 万支，同比+703.18%；2) Hib 疫苗批签发 369.78 万支，同比+764.13%；3) AC 结合疫苗批签发 440.41 万支，同比+558.10%。代理产品持续放量，与默沙东续约确定：1) 九价 HPV 批签发 506.64 万支，同比+52.41%；2) 四价 HPV 批签发 721.95 万支，同比+30.23%；3) 五价轮状疫苗批签发 399.33 万支，同比-15%。此外，公司 12 月与默沙东签署协议，确定了五种代理疫苗的合作成功续展至 2023 年 6 月底。同时，随着民众疾病预防意识的提高、对疫苗认识趋于理性，公司不断加大自主产品生产、销售工作力度，2021Q1 非免疫规划疫苗的销售推广工作进行顺利，构成 Q1 业绩重要来源，主要系自主产品爆发式增长。

加大研发投入，多产品研发管线取得进展。公司 2020 年研发投入 4.81 亿元，同比+85.61%。继续保持研发投入增长的同时，多项产品取得阶段性进展：EC 诊断试剂已获批上市，截至 4 月 1 日已在 22 个省级单位中标挂网；轮状病毒灭活疫苗获批临床试验；卡介菌纯蛋白衍生物和皮内注射用卡介苗处于临床 I 期；15 价肺炎结合疫苗、狂犬疫苗、四价流感疫苗等多个大品种处于临床 III 期阶段。公司管线梯队充足，覆盖病种范围广阔，预计多个疫苗大品种将成为公司未来发展主要动力。

新冠疫苗纳入紧急使用，有望在 Q2 带来业绩高弹性。公司与中科院微生物所合作研发的新冠重组蛋白疫苗于 2020 年 6 月启动临床试验，10 月获得 I、II 期临床关键数据，2021 年 3 月被批准纳入紧急使用，Q1 收入占比较小。考虑到目前智飞新冠苗在多个省份准入顺利且陆续接种，我们预计 Q2 有望带来较大业绩弹性，保守假设全年覆盖 5000 万人份，对应约 1.5 亿的产能及销量，按照每剂 60 元计算，对应接近 90 亿的营收，净利率参照 30%，预期全年有约 27 亿的净利润弹性（粗略测算，仅供参考）。

风险因素：新冠疫苗销售不及预期，研发进度不及预期，疫苗行业政策风险等。

投资建议：公司是国内疫苗领域领军企业，考虑到：①疫苗行业其竞争门槛高，最强管理法颁布后，行业龙头有望实现强者恒强；②伴随着人口老龄化、新冠疫情催化及大众健康意识觉醒，其未来业绩确定性较强；③重组蛋白新冠疫苗有望为业绩带来较大弹性，维持公司 2021/2022/2023 年净利润预测分别为 47.37/65.80/82.57 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 预测分别为 2.96/4.11/5.16 元，继续重点推荐，维持“买入”评级。

表 61：智飞生物盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,587	15,190	21,737	28,250	34,177
营业收入增长率 YoY	102.5%	43.5%	43.1%	30.0%	21.0%
净利润(百万元)	2,366	3,301	4,737	6,580	8,257
净利润增长率 YoY	63.0%	39.5%	43.5%	38.9%	25.5%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.48	2.06	2.96	4.11	5.16
毛利率	42.0%	39.0%	40.1%	40.9%	41.2%
净资产收益率 ROE	41.2%	40.0%	38.9%	38.8%	35.7%
每股净资产 (元)	3.59	5.16	7.62	10.61	14.46
PE	133.9	96.0	66.9	48.2	38.4
PB	55.1	38.4	26.0	18.7	13.7
PS	29.9	20.9	14.6	11.2	9.3
EV/EBITDA	108.9	77.7	55.8	40.8	33.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

康希诺：Q2 新冠苗国内料放量，全年业绩值得期待

2021 是新冠接种元年，业绩有望迎来爆发式增长。公司 2020 年实现营收 22.6 亿元，同比+990.06%；归母净利润-3.97 亿元，同比-152.99%；扣非归母净利润-5.11 亿元，同比+193.12%；2021Q1 营收 4.67 亿元，同比+11483.21%，归母净利润-0.14 亿元，同比+38.91%，扣非净利润-1998 万元，同比+43.37%；2021 年一季度的收入 4.67 亿元主要来自于墨西哥 400-500 万新冠疫苗原液订单，拆解看出口价格在 15-20 美金之间，大约 100 元/剂。

新冠疫苗持续研发，Q2 有望业绩爆发扭亏。公司腺病毒载体新冠苗国内获批，预计 5 月份全国大规模接种，Q2 业绩有望进一步增长：（1）海外收入进一步增长：Q1 收入主要来自于墨西哥订单，随着疫苗推广，公司在巴基斯坦等国的销量将迅速提升，此外公司疫苗在海外多国进行临床实验，目前已获得墨西哥、巴基斯坦、匈牙利的 EUA 批准。在欧洲国家得到批准，彰显公司新冠疫苗的高标准；（2）国内疫苗收入尚未释放：随着国内疫苗接种进度提速，以及公众对于新冠疫苗接受度的提升，公司疫苗预计在 5 月份全面接种，有望于 Q2 体现业绩；（3）吸入剂型新剂型、毒株、人群的拓展：公司对新冠疫苗进行持续研发，在吸入剂型、变异毒株疫苗研发、加强针接种、6-18 岁人群拓展等方面进行深入研究，将进一步提升公司疫苗竞争力，进一步拓展市场。

MCV4/MCV2 临近商业化，各管线临床进展顺利。除已上市的新冠疫苗及埃博拉病毒疫苗外，公司 MCV4/MCV2 已提交 NDA 获得受理，通过生产现场检查，MCV2/4 获得优先审评，有望于今年 Q2-3 获批；商业化方面，辉瑞已与公司达成协议，将负责 MCV4 上市后在中国大陆的学术推广；PCV13i 与 PBPV 已分别完成临床 I、IIa 期试验，PCV13i 为 PCV13 改良版，PBPV 为非血清型依赖的广谱肺炎球菌疫苗，全球范围内尚无该类产品上市；组分百白破系列面向各人群分别布局婴幼儿用 DTcP、DTcP 加强疫苗、青少年及成人用 Tdcp 及 DTcP-Hib 四条管线，其中婴幼儿用 DTcP、DTcP 加强疫苗已完成临床 I 期试验；结核病加强疫苗为潜在全球范围内创新疫苗，将解决卡介苗接种后保护力下降问题，面向 4-18 岁曾接种卡介苗者，接种人群基数庞大，目前处于临床 IIb 期；丰富的在研管线均聚焦临床痛点，市场潜力巨大，有望为公司提供长期持续的业绩增长点。

风险因素：新冠疫苗（腺病毒载体）销售不达预期；MCV4/MCV2 审批进度不及预期；疫苗研发、商业化、销售相关风险；经营相关风险。

投资建议：康希诺是国内领先创新型疫苗企业，公司汇集资深专家与疫苗行业顶级专家，拥有卓越的管理水平与强劲的研发实力；公司在 13 个适应症共布局 16 条创新疫苗产品管线；短期看，重组腺病毒载体新冠病毒疫苗、MCV4/MCV2 具有巨大商业价值；中长期看，PCV13i/PBPV、组分百白破系列、结核病加强疫苗均聚焦临床痛点，市场潜力巨大；维持 2021/2022/2023 年 EPS 预测为 22.30/37.93/42.34 元，我们维持“买入”评级。

表 62：康希诺盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2.28	24.89	14,964.95	23,478.00	27,566.93
营业收入增长率 YoY	-19%	990%	59935%	57%	17%
净利润(百万元)	-156.78	-396.64	5,517.46	9,385.12	10,478.21

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润增长率 YoY	N/A	N/A	N/A	70%	12%
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.76	-1.60	22.30	37.93	42.34
毛利率	94%	60%	65%	66%	67%
净资产收益率 ROE	-10.66%	-6.53%	46.83%	44.34%	33.11%
每股净资产 (元)	5.94	24.53	47.62	85.54	127.89
PE	N/A	N/A	27	16	14
PB	N/A	N/A	12	7	5
PS	N/A -	N/A	7.1	4.5	3.8
EV/EBITDA	N/A -	N/A	33.1	65.9	104.9

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

上海医药：业绩符合预期，战略布局疫苗领域

公司全年业绩企稳回升，归母净利润实现两位数增速。在新冠疫情冲击和全国联采的背景下，公司 2020 年实现收入 1919.09 亿元，同比+2.86%。其中医药工业 237.43 亿元，同比+1.08%，医药商业实现收入 1681.66 亿元，同比+3.12%；两大板块营业收入均实现正增长。归母净利润 44.96 亿元，同比+10.17%；其中医药工业主营业务贡献利润 22.53 亿元，同比+8.56%；医药商业主营业务贡献利润 25.14 亿元，同比+13.21%；参股企业贡献利润 10.10 亿元，同比+31.93%；实现扣非归母净利润 38.21 亿元，同比+10.41%，还原研发费用后归母净利润同比+13.30%。

医药工业：研发投入再创新高，“自研+引进”创新药管线取得阶段性进展，市场营销与生产制造也收获良好成效。公司 2020 年研发总投入 19.72 亿元，同比+30.70%，占工业销售收入的 8.31%；同时不断对新药研发体制机制和模式进行探索，初步完成了研发体系的重构。公司创新药管线取得较多的阶段性进展：“SPH3127 片”获得 FDA 临床试验资格，启动新适应症溃疡性结肠炎的临床 II 期试验，国际化注册取得重大突破；与俄罗斯 BIOCAD 合作的全人抗 PD-1 单抗“Prolgolimab 注射液”启动 III 期临床；“SPH4336 片”临床 I 期完成首例受试者入组；引进品种急性脑卒中新药“注射用 LT3001”临床 I 期完成首例受试者入组等；截至 2020 年末，公司已进入临床前及后续研究阶段的创新药管线已有 25 个产品，其中 15 个产品进入临床或已上市。公司还继续加强与科研院所、临床机构等的战略合作，共同推进细胞治疗 CART 等领域的产学研转化。2020 年工业板块的产品与制造也持续发力，实现全年工业销售收入过亿产品数量从 2019 年的 35 个增长至 42 个；此外积极推进多个重大工程项目，推进制剂与原料药配套，加码生物医药和高端制剂领域，提升卓越制造能力。

医药商业：分销业务稳中有升，互联网布局成效显著。公司持续加快进口准入和努力挖掘新商业模式。进口药品方面，全年成功引进 17 个进口总代品种，进一步巩固进口代理龙头地位；进口疫苗方面表现亮眼，全年实现销售收入 52.26 亿元，同比+53.19%。疫情防控下，公司下属的上药科园落地博医上药互联网技术平台，在多家医院开展互联网医院送药到家、零接触智能药柜项目；旗下的上药云健康以“DTP 药房”和“互联网+服务”的优势，不断加速医院诊疗线上化，现已完成 10.33 亿元 B 轮融资；参股的镁信健康构建了“互联网+医+药+险”多元化业务体系。

战略布局疫苗领域，与康希诺合作备受关注。公司凭借已有的腺病毒载体药物生产技术平台优势，和疫苗分销、配送方面的龙头地位，与康希诺就疫苗开发、产业化、销售和配送等多方面达成合作；就其有条件批准的腺病毒载体新冠疫苗产品于上海宝山区共建生产基地，我们预计将于 2021 年三季度建成投产，达产计划不少于 2 亿剂/年，从而实现在创新疫苗生产领域的突破。

引入云南白药战略股东，强强联合布局大健康产业。5 月 11 日晚间，上海医药发布非公开发行 A 股预案：拟以 16.87 元/股的价格向云南白药及关联方上海潭东定向发行合计不超过 8.53 亿股 A 股股票，募集资金拟不超过 143.84 亿元，募集资金净额将全部用于补充营运资金及偿还公司债务。本次发行，云南白药认购金额共计 112.29 亿元（白药将作为战投持有上药 18.02%的股份）。上海医药与云南白药本次战略合作将紧紧围绕大健康产业

发展战略：双方将结合各自的资源优势，在客户资源、品牌管理、大健康产品、中药材种植、医药商业等方面从资本、产业等多个层面进行资源匹配、整合与发展协同，具体将体现在深化市场开发与渠道拓展、深化全国商业网络布局、加强双方品牌效应、推进资本合作等方面。其中，在中药产业链以及大健康创新领域，双方的合作前景尤为广阔。

风险因素：国内局部地区疫情反复，外延并购标的业绩不达预期，创新药研发失败，联营企业经营不及预期。

投资建议：公司是国内医药工商业一体化龙头企业，具备产业链综合优势。考虑到公司创新药管线取得阶段性成果，引入云南白药有望合作共赢，同时与康希诺合作疫苗业务：①与康希诺合资上药宝山基地，计划 2 亿左右产能；②康希诺新冠疫苗独家分销，有望带来较大业绩弹性；据此，我们维持公司 2021/22/23 年净利润预测为 54.26 亿/65.13 亿/70.91 亿元，现价对应 PE11/9/8 倍；考虑同业可比公司估值情况，以及公司的新冠疫苗业务超预期增长潜力，给予 2021 年 13-14X PE 估值水平，对应目标价 24.83-26.74 元/股，维持“买入”评级。

表 63：上海医药盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	186,566	191,909	213,408	232,729	251,883
营业收入增长率 YoY	17.3%	2.9%	11.2%	9.1%	8.2%
净利润(百万元)	4,081	4,496	5,426	6,513	7,091
净利润增长率 YoY	5.2%	10.2%	20.7%	20.0%	8.9%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.44	1.58	1.91	2.29	2.50
毛利率	14.4%	14.3%	14.7%	14.2%	14.2%
净资产收益率 ROE	9.8%	9.9%	11.0%	12.0%	11.9%
每股净资产 (元)	14.66	15.96	17.39	19.10	20.90
PE	15.5	14.0	11.0	9.2	8.4
PB	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
PS	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	11.3	10.4	10.6	8.7	8.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

益丰药房：业绩维持高增速，统筹资质门店大幅增长

2021Q1 业绩维持高增速，符合市场预期。公司 2021Q1 分别实现营收和归母净利润 36.30 亿元和 2.41 亿元，分别同比增长 19.09%/29.39%；实现扣非归母净利润 2.33 亿元，同比增长 30.17%；经营性现金流净额 5.95 亿元，同比增长 35.75%。Q1 收入端回落主要受去年防疫物资销售较多的基数影响（预计 2021Q1 同店销售增速约 7%），利润端维持高增，符合市场预期。

毛利率水平恢复正常，账期持续优化。2021Q1 公司中西成药、中药、非药品营收分别同比增长 21.15%/41.28%/-2.97% 至 25.68/3.54/5.79 亿元。主营业务毛利率上升 2.01PCTs 至 38.64%，疫情基本消退后毛利率水平恢复正常。2021Q1 公司销售、管理、财务费用率同比小幅提升 1.23/0.25/0.51PCTs 至 25.75%/3.95%/0.92%，主要由于去年同期收入稍高。应收、应付账款周转天数分别-0.6/+3.9 天至 21.5/45.8 天，优秀管理能力下的议价能力持续显现。

门店扩张显著提速，重点区域深耕加码。2021Q1 公司净增加门店 288 家（自建、收购、加盟、关店分别为 195/53/58/18 家）至 6279 家（含加盟店 693 家），经营面积达到 65.90 万平方米（+3.8%）。公司 2021Q1 于优势地区湖北、江苏发生同业并购 5 起，涉及门店 108 家（交割进行中门店 161 家），区域聚焦战略持续推进。我们测算，剔除 2020 及 2019 年并购项目，公司营业收入维持约 15% 的稳健增长。公司中南地区、华东地区、华北地区 2021Q1 分别净增加门店 202 家、79 家、7 家，分别实现 22.90%/16.60%/4.91% 的营收增长，优势区域竞争力进一步巩固。2021 年公司转债募投项目江苏益丰医药产品分拣加工项目、上海益丰医药产品智能分拣中心项目、江西益丰医药产业园建设等有序进行，重点区域持续加码值得期待。

统筹资质门店大幅增长，“互联网+”布局提升专业服务能力。截至 2021Q1 公司直营门店 5586 家，其中医保资质门店 4681 家（医保定点率 83.80%，较 2020 年底+0.75PCT），特慢病统筹医保定点 651 家（大幅增加 297 家），为处方外流承接夯实基础。同时随着处方外流快速推进，公司渠道议价能力、处方药品种数量及销售额均有望大幅提升。近期公司在海南设立益丰互联网医院与益丰远程诊疗中心，提供互联网诊疗、处方流转、健康管理等业态服务。“互联网+医疗”布局持续推进，显著提升线下药店的处方承接能力及专业服务能力。

风险提示。新零售推进不及预期，并购整合不达预期，竞争过度导致毛利率下滑。

盈利预测及估值。公司区域聚焦战略后发优势明显，未来几年快速并购成长可期。考虑集采扩面及互联网+加速推进下的业绩高增长以及未来几年公司的高速成长预期，公司区域聚焦战略后发优势明显，未来几年快速并购成长可期。维持 2021-2023 年 EPS 预测 1.82/2.36/3.06 元，维持“买入”评级。

表 64：益丰药房盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,276.17	13,144.50	16,555.02	20,943.87	26,492.12
营业收入增长率 YoY	49%	28%	26%	27%	26%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润(百万元)	543.75	768.27	1,003.67	1,306.55	1,694.36
净利润增长率 YoY	31%	41%	31%	30%	30%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.98	1.39	1.82	2.36	3.06
毛利率	39%	38%	38%	38%	38%
净资产收益率 ROE	12.06%	14.05%	15.90%	17.68%	19.25%
每股净资产 (元)	8.15	9.89	11.42	13.36	15.92
PE	87.32	61.80	47.30	36.34	28.02
PB	10.53	8.68	7.52	6.43	5.39
PS	4.62	3.61	2.87	2.27	1.79
EV/EBITDA	48.51	35.83	34.20	25.68	20.15

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

大参林：一季度营收利润维持稳健，省外扩张明显提速

一季度营收利润维持稳健，符合预期。公司 2021Q1 分别实现营收和归母净利润 40.59 亿元和 3.41 亿元，分别同比增长 20.73%/21.51%；实现扣非归母净利润 3.39 亿元，同比增长 25.20%；经营性现金流净额 5.12 亿元，同比增长 59.55%。Q1 收入及利润端环比有所下降主要受去年同期高基数影响，全年业绩高增长预期不变。Q1 维持稳健快速增长，符合此前预期。

中参药材板块实现高增速，期间费用率显著改善。2020 年公司毛利率同比上升 1.53PCTs 至 39.38%，主要由于上年同期防疫物资销售旺盛拉低所致。中西成药/中参药材/非药品营收分别同比增长 23.36%/38.14%/-5.24%，中参药材销售旺盛。2020 年销售费用率同比提升 0.71PCT 至 23.15%，预计未来有望随着门店基数上升保持稳中有降；管理、财务费用率分别小幅+0.47/+0.81PCT 至 4.57%/0.82%。随着漯河、玉林现代化物流园已投入使用，全国业务归集趋势下存货周转效率及采购营运成本有望进一步优化，精细化管理成效有望持续兑现。2020 年末公司医保定点门店占比提升 2.84 达到 85.14%，门店专业化布局为承接处方外流打下坚实基础。

省外扩张显著提速，精细化管理下内生增长依旧稳健。2021Q1 公司净增加门店 431 家（自建、加盟、收购、关店分别 294/79/76/18 家）至 6451 家（含加盟 394 家），扩张速度显著提升。2020 年公司在东北、华北、西北地区（覆盖 2019 年新进省份河北、黑龙江、陕西）营业收入实现 39.94%高增长，随着区域加密省外盈利能力提升空间值得期待。2020 年公司整体日均平效同比提升 0.26%至 89.48 元/平方米（其中东北、华北、西北地区同比提升 28.5%），门店运营持续优化。公司 2020 年发生同业并购 14 起，其中新签并购 5 起（295 家门店未交割）。同时公司前期转债募集后有望投入门店建设、新零售及企业数字化升级、南宁大参林中心、汕头医药产业基地等项目，中长期有望进一步强化公司新零售布局、物流配送优势，巩固行业领先地位。

激励计划完成首次授予，助力长期发展。公司近期完成 2020 年限制性股票激励计划首次授予，以 43.59 元/股价格向核心业务（技术）人员 136 人授予限制性股票 228.05 万股（占总股本 0.42%），预留 50.00 万股，占总授予数量的 17.98%。激励计划 2020-2022 年分别解锁 35%/35%/30%，解锁条件兼顾公司业绩及个人绩效。其中①公司层面以 2019 年营收为基数，要求 2020/2021/2022 年营收增长率分别不低于 25%/50%/75%，即分别同比增长 25%/20%/16.67%。②个人层面考核个人年度综合业绩，优秀/良好/合格分别可解除 100%/80%/60%比例股份。首期股票激励费用总额约 9964.57 万元，预计 2021-2023 年摊销费用分别为 5937.22/2594.94/913.42 万元。对业绩影响总体有限。

风险因素：处方外流不及预期，并购整合不达预期，竞争过度致毛利率下滑。

投资建议。公司深耕华南、布局全国，门店扩张稳步推进。维持 2021-2022 年 EPS 预测 2.13/2.78/3.62 元，维持“买入”评级。

表 65：大参林盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,141	14,583	18,674	23,704	29,840
营业收入增长率 YoY	25.8%	30.9%	28.1%	26.9%	25.9%
净利润(百万元)	703	1,062	1,401	1,832	2,386
净利润增长率 YoY	32.2%	51.2%	31.9%	30.7%	30.3%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.07	1.61	2.13	2.78	3.62
毛利率	39.5%	38.5%	38.9%	38.7%	38.6%
净资产收益率 ROE	16.6%	19.7%	22.4%	24.6%	26.4%
每股净资产 (元)	6.44	8.18	9.50	11.33	13.70
PE	66.3	43.9	33.3	25.4	19.5
PB	11.0	8.7	7.4	6.2	5.2
PS	4.2	3.2	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	38.5	27.4	25.5	19.6	15.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

一心堂：省外网络加速建设，电商业务蓬勃发展

Q1 业绩高速增长，符合预期。Q1 公司实现营收 34.29 亿元，同比增长 11.07%；归母净利润 2.61 亿元，同比增长 27.28%（剔除股权激励费用利润增速约 29%）；归母扣非净利润 2.52 亿元，同比增长 26.63%；经营性现金流净额 2.56 亿元，同比下降 14.95%。收入端增速环比回落主要受去年疫情物资销售旺盛的高基数阶段性影响，利润端维持高速增长符合预期。

精细化管理初见成效，盈利能力有望提升。2021Q1 公司销售、管理费用率分别同比下降 0.39/0.18PCTs，精细化管理初见成效，财务费用率同比小幅增长 0.49%。毛利率同比提升 0.83PCT 至 37.01%，主要受去年同期防疫物资销售旺盛影响。截至 2020 年底鸿翔中药科技完成 609 个配方颗粒品种临床使用资格，随着募集资金投入中药和产能产值进一步提升，未来销售占比有望提升至 10%（2020 年为 8.86%），整体盈利能力有望持续提升。

直营网络建设加速，省外拓展加速打开成长空间。Q1 公司坚持市县一体化发展，直营门店净增 332 家达到 7537 家，门店增长速度大幅提升。其中云南省外新增 169 家（四川、广西分别新增 47/51 家），占增量门店 50.90%，省外扩张开始提速。我们推断 2020 年川渝地区全年实现近 20 亿销售额并大幅扭亏，预计 2021 年有望实现 30%营收增长（同时成都子公司有望实现扭亏）。近期公司连续公告收购山西百姓药业旗下 29 家门店、四川百心康旗下 10 家门店、宜宾老百姓药房旗下 7 家门店，我们预计 2021 年净增 1100-1200 家（80%自建、20%并购，省外布局 650 家以上），未来川渝及山西、广西、海南、贵州扩张值得期待。

电商业务快速推进，慢病医保业务蓬勃发展。Q1 公司电商业务总体销售同比增长 113.57%，其中 O2O 业务销售额同比增长 234.89%，O2O 业务交易次数同比增长 338.74%。Q1 公司 O2O 业务门店数量增加 1458 家达到 6274 家，同比增加 30.27%，覆盖率占比门店总数的 83.24%。截至 2020 年底公司会员数达 2400 万（+20%），会员销售占比及客单价分别达 83.23%和 99.64 元（+11.60%），通过深入挖掘会员购买力及依从性有望持续提升。2020 年底公司慢病医保店达到 646 家，客单价达 481.12 元（为门店整体客单价的 6 倍），统筹医保资质进一步开放有望打开成长空间。

风险因素：并购整合不达预期，竞争过度导致毛利率下滑。

投资建议：公司区域聚焦战略后发优势明显，未来几年快速并购成长可期。考虑到公司未来将持续受益处方外流大趋势的预期以及门店扩张加速，维持 2021-2023 年 EPS 预测 1.73/2.16/ 2.65 元，维持“买入”评级。

表 66：一心堂盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,479.09	12,656.28	14,915.17	17,466.99	20,459.60
营业收入增长率 YoY	14%	21%	18%	17%	17%
净利润(百万元)	603.92	789.96	1,030.52	1,288.79	1,580.29
净利润增长率 YoY	16%	31%	30%	25%	23%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.01	1.33	1.73	2.16	2.65
毛利率	39%	36%	38%	38%	38%
净资产收益率 ROE	13.14%	13.70%	15.57%	16.91%	17.83%
每股净资产 (元)	7.71	9.67	11.10	12.78	14.86
PE	40.77	31.17	23.89	19.11	15.58
PB	5.36	4.27	3.72	3.23	2.78
PS	2.35	1.95	1.65	1.41	1.20
EV/EBITDA	24.42	20.63	18.00	13.86	11.52

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

老百姓：业绩维持稳健，推进全面数字化战略升级

2020 年业绩维持稳健，疫情及建店节奏阶段性影响 2021Q1 业绩。公司 2020 年分别实现营收和归母净利润 139.67 亿元和 6.21 亿元，分别同比增长 19.75%/22.09%；实现扣非归母净利润 5.45 亿元，同比增长 14.05%；经营性现金流净额 14.47 亿元，同比增长 40.19%。单季度看，2020Q4 公司分别实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 38.47 亿/1.34 亿/0.96 亿元，分别同比增长 16.82%/17.54%/-8.57%。2021Q1 公司分别实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 36.38 亿/2.28 亿/1.92 亿元，分别同比增长 10.85%/16.03%/13.06%，单季度业绩回落主要受就地过年及疫情反复下部分区域感冒药销售受限、2020 年新建门店加速且盈亏平衡期稍有拉长（新开店亏损影响利润 1600 万）、新的租赁准则变化影响，全年逐季加速预期不变。

处方药及防疫物资销售旺盛，大店优化下坪效持续改善。2020 年公司中西成药/中药/非药品分别实现营收 108.06 亿/8.91 亿/22.70 亿元，分别同比增长 16.15%/6.97%/48.64%，处方药及防疫物资销售旺盛拉动收入增长。2020 年零售业务毛利率同比下降 1.17PCTs 至 35.15%，主要受处方药销售占比提升及防疫物资毛利率较低的影响。2020 年公司销售、管理及财务费用率分别同比-1.25/-0.05/-0.12PCTs 至 20.31%/4.71%/0.45%，在计入股权激励费用影响下整体费用率仍有改善。2020 年公司通过“拆大店”的方式对 81 家大店进行了优化，同时完成直营店升级改造共 337 家。截至 2020 年底公司旗舰店、大店、中小店数量分别达到 109/219/4564 家，坪效分别+24.65%/+7.14%/+4.35%，2021 年综合坪效提升有望进一步带动业绩改善。

战略扩张加速推进，门店专业化升级承接处方外流。我们测算，剔除 2020 及 2019 年并购项目，公司营业收入与归母净利润内生增速仍分别维持约 16%和 20%的增速，内生增长依旧强劲。公司 2020 年新增直营门店 1089 家（闭店 91 家）、加盟店 645 家，建店节奏阶段性影响当期业绩增速但为后续发展储备动力。2020 年公司完成并购项目 19 起，覆盖全国 22 个省级市场、130 多个地级以上城市。公司慢病管理服务范围扩大至 4214 家门店，慢病管理专家 4014 名，慢病服务累计建档 574.8 万人，专业化服务不断升级。截至 2020 年末公司直营门店中医保门店占比 87.88%，院边店占比 10.89%，特殊门诊 396 家，DTP 药房 143 家，处方药和 DTP 的销售占比达 45.20%，依靠广覆盖布局不断提高配送效率，承接处方外流的优势预计将进一步显现。

全面数字化优化营运能力，腾讯合作赋能新零售。受益于供应链数字化下的效率提升，截至 2020 年底公司经营商品品规 3.1 万余种，同比下降 18.42%；统采销售占比同比提升 1.4PCTs 至 59.2%，2020 年线上渠道销售 2.89 亿元，同比 2019 年增长 65.7%。2020 年公司引进林芝腾讯科技有限公司，通过智慧零售、云计算、云服务等方式全面赋能公司业务，助力“新零售”战略发展。结合疫情期间互联网+医保相关政策的加速出台，公司大力布局的 O2O 业务（包括第三方平台及私域流量等）及线上线下一体化战略升级值得期待。随着合作深入有望通过产业资源协同进一步加速公司新零售转型，打造科技驱动的健康服务平台。

风险因素：并购整合不达预期，内生增长不达预期，竞争过度致毛利率下滑。

投资建议：公司是国内少有的全国性布局连锁药房，目前已布局全国 22 个省 130 多个地级市，未来全国性规模扩张增长动力较强。暂不考虑并购落地后对公司业绩的增厚，考虑到公司区域渗透持续推进，未来有望持续受益处方外流，维持 2021-2023 年 EPS 预测 1.92/2.43/3.08 元，维持“买入”评级，继续重点推荐。

表 67：老百姓盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,663.18	13,966.70	17,583.44	22,225.63	28,119.36
营业收入增长率 YoY	23%	20%	26%	26%	27%
净利润(百万元)	508.71	621.09	782.95	991.65	1,259.34
净利润增长率 YoY	17%	22%	26%	27%	27%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.24	1.52	1.92	2.43	3.08
毛利率	34%	32%	33%	33%	33%
净资产收益率 ROE	14.59%	14.48%	15.88%	17.35%	18.71%
每股净资产 (元)	8.53	10.50	12.06	13.98	16.47
PE	50.21	41.12	32.62	25.76	20.28
PB	7.32	5.95	5.18	4.47	3.79
PS	2.19	1.83	1.45	1.15	0.91
EV/EBITDA	26.42	21.50	22.06	17.02	13.80

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

锦欣生殖：国内业务恢复良性增长，2021 年全球扩张持续推进

疫情期间业绩承压,成功率稍有下降。2020 年公司毛利率同比下降 9.8PCTs 至 39.7%，推断主要由于开诊压力下固定成本摊薄减弱。公司全年完成治疗周期 22879 个，同比下降 18%（2020 年下半年看，公司完成治疗周期 13236 个，同比降幅收窄至 8%）。西囡医院集团及锦江生殖中心、深圳业务及美国业务分别实现 55.0%/53.7%/54.2%的成功率，同比分别-0.2/-0.4/-1.0PCTs，预计主要由于复杂病例增加且患者年龄上升影响。公司行政开支收入占比由于雇员购股权计划开支增加及向武汉捐款上升 6.48PCTs 至 19.30%；研发开支收入占比 0.81%，基本维持稳定，后续各项技术项目持续推进（子宫内膜容受性检测、IVF 人工智能诊断系统、干细胞培养系统等）为长期发展蓄力。公司销售及分销开支收入占比小幅下降 0.87PCT 至 2.90%，预计随着疫情好转后营销渠道开拓及推广活动加大有望维持稳定。

下半年国内业务恢复良性发展，美国业务有望实现恢复性增长。2020 年成都网络及深圳业务分别实现收益 7.32/3.00 亿元，分别同比-0%/-10.8%；2020 年下半年看，成都网络及深圳业务分别实现收益 4.02/1.80 亿元，分别同比+4.2%/+2.6%，明显恢复良性。公司成都 VIP 占比提升 5PCTs 至 10.8%，备孕保胎科室收入环比持续提升。深圳个性化 Mini-Vip 套餐及双向转诊引流持续推进，2021 国内业务有望兑现加速增长。2020 年 HRC 管理服务费 3.42 亿元，同比下降 37.1%；2020 年下半年看,HRC 管理服务费 1.96 亿元，同比下降 28.5%。

武汉锦欣增量值得期待，全球扩张持续推进。2020 年下半年杨菁医生、朱明辉医生、徐望明医生的加入武汉锦欣显著提振医院医疗实力，近期武汉锦欣完成修葺恢复全面运营，2021 年有望突破 1000 周期并实现盈亏平衡。考虑到武汉黄浦医院占地面积达 1.3 万平方米，参照深圳中山医院的运营效率预计长期产能空间在 6000 个周期以上。湖北省当前人口 5927 万人，每百万人口 IVF 周期消费量仅 1700-1800 个且竞争格局相对分散，长期有望于 3-5 年内冲刺湖北省第一梯队，复制在四川、广东的优势经验（包括医生带组模式、国际级实验室管理标准等）成为省内龙头。2021 年公司有望于华东、京津冀及美国、东南亚等地持续扩张，巩固全球辅助生殖龙头的竞争优势。

风险因素：质量风险、并购整合不达预期、政策风险、客户不达预期风险。

投资建议：公司是我国最大的非国有辅助生殖机构，能够提供全面、成熟的辅助生殖服务，目前在中美市场处于领先地位。考虑到锦欣生殖在专科医疗服务领域的技术壁垒、外延拓展性和长期增长潜力，维持 2021-2023 年 EPS 预测 0.20/0.26/0.32 港元，维持“买入”评级，继续重点推荐。

表 68：锦欣生殖盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,648.50	1,426.09	1,762.70	2,156.13	2,600.24
营业收入增长率 YoY	78.80%	-13.49%	23.60%	22.32%	20.60%
净利润(百万元)	409.62	251.62	457.95	589.72	733.28
净利润增长率 YoY	145.87%	-38.57%	82.00%	28.77%	24.34%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.16	0.10	0.18	0.24	0.29

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	49.55%	39.67%	44.33%	46.12%	47.50%
净资产收益率 ROE	5.44%	3.45%	6.11%	7.46%	8.72%
每股净资产(元)	3	3	3	3	3
PE	106	177	100	77	62
PB	6	6	6	6	5
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.19	0.11	0.20	0.26	0.32
每股净资产 (港元)	3.43	3.25	3.27	3.45	3.67

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

爱尔眼科：实现恢复性高增长，新十年战略起航值得期待

视光业务快速发展，盈利能力持续提升。2020 年公司屈光/白内障/眼前段/眼后段/视光服务业务营收增速分别达到 23.17%/11.41%/8.43%/17.45%/27.15%。屈光业务主要受手术量增长及高端手术占比提升影响；白内障业务消费升级转型初见成效；视光业务有望长期受益于国家近视防控战略推动及品牌力影响力增强。2020 年公司毛利率同比增长 1.72PCTs 至 51.03%，销售/管理/财务费用率分别 -1.54/-1.10/+0PCTs 至 8.95%/11.97%/0.76%，规模效应下盈利能力持续提升。2020 年公司实现门诊量 754.87 万次，同比增长 13.89%，手术量 69 万例，同比增长 14.19%。考虑到国内疫情得到控制后受益区域资源整合及全球资源协同的优势预期的兑现，预计 2021 年公司主营业务有望持续实现高增长。

定增助力“新十年”战略规划，分级诊疗体系持续深化。公司公告拟非公开发行不超过 2.06 亿股，募资不超过 36.50 亿元用于对七大重点省会及直辖市龙头医院的新建及迁址扩建。本次迁址扩建项目拟分别投资 4.20/2.37/7.81/1.51 亿元，其中长沙、沈阳、南宁医院 2019 年营收分别增长 14.7%/8.2%/19.4%（稍慢于上市公司 24.7%的营收增长）。扩建完成后有望打开优势区域产能天花板，缓解接诊容量饱和的现状，同时全面升级医院硬件设施、医疗设备、科研设备、人员配置，增强核心竞争力。②湖北、安徽、贵州新建项目拟分别投资 3.28/5.13/5.24 亿元，完成后同城分级诊疗体系进一步深化，省会城市一城多院建设加速。未来公司有望持续布局人口基数大、辐射能力强、消费潜力大的重点区域，更好受益市场扩张。

全面升级创新平台，打造“科技爱尔”。2020 年公司实施“创新驱动，科技爱尔战略”，一方面推进校企合作，与暨南大学共建 3 家大湾区核心区域医院（“暨南大学附属广州爱尔眼科医院”“暨南大学附属深圳爱尔眼科医院”“暨南大学附属东莞爱尔眼科医院”）、着手成立“暨南大学爱尔眼视光医学院”等；与安徽医科大学在附属医院共建、人才培养、教学科研等领域全面合作，打造中部区域眼科医学中心。另一方面科研平台实现新突破，公司专家发表 SCI/Medline 论文 92 篇及中文核心期刊/中国科技论文统计源期刊 122 篇、成立国家级创新平台“博士后科研工作站”、新增省级创新平台湖南省眼视光工程技术研究中心和湖南省眼视光国际科技合作基地，有利于公司参与国际科技竞争合作，巩固行业影响力。

风险因素：并购整合不达预期，竞争过度致毛利率下滑。

盈利预测及估值。公司作为全球最大的连锁眼科医疗集团，内生增长稳健，集团内医院注入加速叠加健全的激励体系有望保持业绩高增长。公司作为全球最大的连锁眼科医疗集团，内生增长稳健，集团内医院注入加速叠加健全的激励体系有望保持业绩的高增长。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测 0.55/0.74/0.96 元，维持“买入”评级。

表 69：爱尔眼科盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,990	11,912	15,005	18,986	23,906
营业收入增长率 YoY	24.7%	19.2%	26.0%	26.5%	25.9%
净利润(百万元)	1,379	1,724	2,287	3,031	3,960

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润增长率 YoY	36.7%	25.0%	32.7%	32.6%	30.6%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.33	0.42	0.55	0.74	0.96
毛利率	49.3%	51.0%	51.1%	51.3%	51.4%
净资产收益率 ROE	20.9%	17.5%	19.8%	22.2%	24.0%
每股净资产 (元)	1.60	2.39	2.80	3.32	4.01
PE	190.2	152.2	114.7	86.5	66.3
PB	39.8	26.6	22.8	19.2	15.9
PS	26.3	22.0	17.5	13.8	11.0
EV/EBITDA	111.7	92.8	78.2	60.4	47.2

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

翔宇医疗：康养基建浪潮初涌，器械龙头翱翔寰宇

20 年专注康复器械，成就平台型龙头。公司成立于 2002 年，深耕康复医疗器械领域近 20 年，形成了 20 大系列、400 多种自有产品的丰富产品结构，可以为医院康复科建设提供整体解决方案。2020 年新冠疫情影响下，公司业绩仍稳健增长，实现收入 4.96 亿（+16%）、归母净利润 1.96 亿（+52%）。21Q1 业绩显著提速，实现收入 10.08 亿（+54%）、归母净利润 0.34 亿（+64%）。实控人为何永正及郭军玲夫妇，合计控制公司 67% 的股权。

500 亿康复器械行业仍处普及期，有望加速。据 Frost & Sullivan 预测（转引自伟思医疗招股书），2021 年我国康复器械终端市场规模近 500 亿，仍处普及期，近年 CAGR 约 20%。在老龄化、药品和耗材集采控费政策下，康复器械行业更加契合医院临床价值、经济效益需求，有望迎来加速。康复器械涉及技术范围广，科室渠道多样，导致其竞争格局分散。公司作为国内康复器械龙头，2020 年国内市占率仅约 3%，行业集中度存在巨大提升空间。

400 种产品助力平台化，工业互联网赋能高端化。公司目前已有 400 多种产品，可为医院提供“一站式”康复科搭建，打破渠道壁垒，有望持续超行业平均增长。另外，公司在研的康复医疗设备工业互联网平台，可以实现区域康养一体化，实现更高维度的平台化，未来将助力公司成为康复诊疗领域的产品、渠道、服务平台，深度绑定终端。目前，公司已协助部分地区成功打造康养示范（市）县。

风险因素：竞争加剧；行业增长不及预期风险；疫情反复；政策不及预期风险

投资建议：2021 年我国康复器械终端市场规模预计接近 500 亿，仍有巨大普及空间。老龄化、经济效益多因素催化下，行业有望加速。我们预测公司 21-23 年 EPS 为 1.74/2.34/3.05 元，对应 PE 估值为 48/36/28 倍。考虑到公司作为行业龙头，通过多产品平台化布局打破渠道壁垒，并且工业互联网模式将更加深度绑定医院，我们在行业平均 21 年 PE 54 倍的基础上，给予公司 21 年合理估值 60 倍，对应 167.04 亿元市值，目标价 104.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 70：翔宇医疗盈利预测与估值

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	427.41	495.51	677.60	865.80	1,113.12
营业收入增长率 YoY	19%	16%	37%	28%	29%
净利润(百万元)	128.98	196.26	277.66	374.34	487.64
净利润增长率 YoY	61%	52%	41%	35%	30%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.81	1.23	1.74	2.34	3.05
毛利率	66%	68%	71%	72%	73%
净资产收益率 ROE	23.57%	26.40%	13.70%	15.96%	17.68%
每股净资产（元）	3.42	4.65	12.67	14.66	17.24
PE	104.1	68.5	48.4	36.0	27.6
PB	24.6	18.1	6.7	5.8	4.9
PS	31.6	27.2	19.9	15.6	12.1
EV/EBITDA	88.5	61.0	43.8	33.4	25.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。