

# 港股医疗保健行业 2019 年报综述

## 器械和 CRO 业绩靓丽，创新药收获期来临

### 核心观点：

\*如非特殊说明，本报告货币为人民币

- **行业整体：增长稳健，利润率略升；业绩分化，份额向龙头集中。**2017-2019 年港股医药重点公司合计实现营收 7192/8990/10831 亿元，同比增速为 8.2%/25.0%/20.5%；调整后归母净利润 389/466/545 亿元，同比增速为 17.5%/19.8%/17.1%。剔除四家工商一体化公司后，营收 1457/1872/2235 亿元，同比增速为 16.3%/28.5%/19.4%；调整后归母净利润 259/324/391 亿元，同比增速 18.1%/25.1%/20.8%；调整后归母净利率 17.8%/17.3%/17.5%。2019 年整体增速稳健，利润率较 2018 年略有提升。除 biotech 之外，港股医药板块 104 家上市公司有 26 家（26%）收入下滑，53 家（51%）利润下滑。板块重点公司增长好于整体，显示出板块在稳健成长的同时内部分化也在加剧，随着医改持续深化，部分低壁垒、高竞争领域及重点调控、大幅降价领域的公司内生增长持续承压，板块收入和利润将进一步向优质细分龙头企业集中。
- **细分领域：药品研发持续加大。**17 家制药公司 2019 年研发投入 112 亿元，板块研发费用率提升至 7.9%。16 家 biotech 公司 2019 年研发投入 151 亿元，同比增长 48%。部分药企迎来创新品种的研发收获期，于中国市场的快速放量可期。**CRO 和器械板块景气度高。**2017-2019 年 CRO 板块调整后归母净利润增速 40.9%/52.0%/50.3%，持续维持高景气度。以骨科为代表的高值植入耗材于中国渗透率低，成长性高，相关国产企业处于高速成长期。器械板块 2017-2019 年调整后归母净利润增速 17.5%/22.4%/41.1%，业绩增长持续提速。**中药板块增长乏力，利润下滑。**2019 年中药板块收入增长 11%，但快速提升的销售费用率对利润侵蚀严重，2019 年调整后归母净利润下滑 7.4%。
- **投资建议：**基于行业成长性和估值水平，维持香港医疗保健行业“买入”评级，看好方向：（1）成长路径渐清晰，以创新支撑长期成长的仿创结合大市值龙头药企强者恒强，推荐**中国生物制药、石药集团**，关注**翰森制药、复星医药**；（2）带领中国原创新药走向欧美，业绩和估值弹性高的全球新创新药公司，推荐**金斯瑞生物科技**，关注**百济神州**；（3）享受中国生物制品行业的快速扩容，研发进度快、估值较低兼备成长性的 Biotech，推荐**三生制药、康希诺生物-B**，关注**信达生物-B、君实生物-B、基石药业-B、复宏汉霖-B**；（4）赋能创新药研发的 CRO/CDMO 高景气度持续性强，具备强技术壁垒的 CRO/CDMO 龙头成长性高，推荐**药明生物、药明康德**；（5）受益人口老龄化和进口替代，高值介入/植入器械具备高景气度和高成长性，推荐高值耗材龙头**微创医疗**、骨关节龙头**爱康医疗**，关注**春立医疗**；（6）辅助生殖行业政策免疫，渗透率低、成长性高且具备投资稀缺性，推荐民营辅助生殖龙头**锦欣生殖**。
- **风险提示：**行业政策风险；集采降价超预期；研发和销售不及预期

### 行业评级

买入

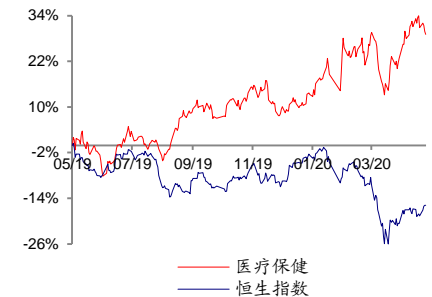
前次评级

买入

报告日期

2020-05-06

### 相对市场表现



### 分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-60750612

luojiarong@gf.com.cn

### 分析师：

马步云



SAC 执证号：S0260519080009



SFC CE No. BOS189



0755-88286935

mabuyun@gf.com.cn

### 分析师：

孙辰阳



SAC 执证号：S0260518010001



021-60750628



sunchenyang@gf.com.cn

### 分析师：

孔令岩



SAC 执证号：S0260519080001



021-60750612



konglingyan@gf.com.cn

请注意，孙辰阳、孔令岩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

联系人：

李东升

lidongsheng@gf.com.cn

联系人：

李安飞 021-60750612

lianfei@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国生物 制药	01177	HK	11.22	2020/03/31	买入	14.22	0.28	0.32	40.07	35.06	20.48	18.04	9.03	9.40
石药集团	01093	HK	15	2020/03/31	买入	23.38	0.72	0.87	20.83	17.24	104.17	93.45	23.18	23.87
金斯瑞生 物科技	01548	HK	13.7	2020/04/01	买入	29.02	-0.11	-0.13	-	-	-	-	-	-
丽珠医药	01513	HK	33.45	2020/03/26	买入	36.28	1.66	1.95	22.13	18.82	14.57	11.68	12.2	12.5
三生制药	01530	HK	7.69	2020/04/05	买入	11.14	0.52	0.58	14.79	13.26	9.87	8.98	12.87	12.91
康希诺生 物-B	06185	HK	155.4	2019/11/07	买入	71.78	-1.15	-0.54	-	-	-	-	-	-
药明生物	02269	HK	116.9	2020/03/27	买入	121.26	1.00	1.41	116.90	82.91	88.88	65.49	9.25	11.52
药明康德	02359	HK	106.7	2020/04/30	买入	131.55	1.60	2.01	63.25	50.43	37.97	29.77	13.3	14.3
康龙化成	03759	HK	63.4	2020/04/29	买入	75.96	0.99	1.28	63.74	49.14	32.08	24.90	9.2	10.6
微创医疗	00853	HK	17.3	2020/04/02	买入	20.36								
爱康医疗	01789	HK	20.1	2020/04/26	买入	25.06	0.33	0.44	60.91	45.68	49.41	36.93	16.81	18.39
先健科技	01302	HK	1.63	2020/04/09	增持	2.10	0.04	0.05	40.75	32.60	30.23	24.54	14.01	14.66
中国中药	00570	HK	3.3	2020/04/05	买入	4.95	0.37	0.44	8.92	7.50	4.75	4.11	11.15	12.96
锦欣生殖	01951	HK	9.56	2020/04/05	买入	12.68	0.20	0.24	47.80	39.83	33.29	28.63	6.10	6.77

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、行情回顾：年初至今板块超额收益明显	7
（一）走势分化，器械和互联网医疗表现较佳	7
（二）南下资金参与度进一步提高，器械板块持股比例提升显著	9
（三）高景气度细分领域估值溢价和股价超额收益明显	12
（四）对比 A 股估值折价仍然显著，看好港股医药投资价值	14
二、年报整体回顾：增长较为稳健，利润率略有提升	15
（一）收入增速多分布在 0-30%，利润分布较分散，份额向龙头集中	15
（二）毛利率持续提升，调整后归母净利率略有提高	16
（三）子板块中 CRO/CDMO 和器械景气度高、内生增速快	18
三、细分领域：研发投入加大，CRO 和器械业绩靓丽	19
（一）制药板块：集采压力初现，整体增长仍然稳健	19
（二）BIOTECH 板块：研发支出持续大幅增加，部分公司迎来创新药收获期	25
（三）CRO 板块：维持强劲增长，利润率持续提升	27
（四）医疗器械板块：骨关节增长靓丽，长期成长性高	30
（五）工商综合体板块：外延推动收入增长，利润受减值影响	35
（六）中药板块：增长乏力，利润下滑	38
（七）医疗服务板块：内生外延推动增长	42
四、投资建议：关注高景气度、高成长性子领域	45
（一）港股医药重点公司估值表	46
五、风险提示	48
附录：BIOTECH 研发管线	49

## 图表索引

图 1: 医疗保健行业与恒生指数相对收益率比较 (202001-202004) .....	7
图 2: 所有港股通细分子行业 2020 年年初至今收益对比.....	7
图 3: 中国生物制药港股通持股比例 (201904-202004) .....	9
图 4: 石药集团港股通持股比例 (201904-202004) .....	9
图 5: 药明生物港股通持股比例 (201904-202004) .....	10
图 6: 威高股份港股通持股比例 (201904-202004) .....	10
图 7: 微创医疗港股通持股比例 (201904-202004) .....	10
图 8: 爱康医疗港股通持股比例 (201904-202004) .....	10
图 9: 中信港股通子行业估值情况 (PE, TTM, 202004) .....	14
图 10: 中信港股通子行业估值情况 (PE, TTM, 201911) .....	14
图 11: 恒瑞、中生与石药 PE (TTM) 对比 .....	14
图 12: 迈瑞医疗和威高股份 PE (TTM) 对比 .....	14
图 13: 医疗保健公司收入增速分布 (2019 年) .....	15
图 14: 医疗保健公司归母净利润增速分布 (2019 年) .....	15
图 15: 重点公司收入增速分布 (2019 年) .....	15
图 16: 重点公司归母净利润增速分布 (2019 年) .....	15
图 17: 港股医药各板块收入增速 (%) .....	18
图 18: 港股医药各板块调整后归母净利润增速 (%) .....	18
图 19: 制药板块整体增长情况 .....	19
图 20: 制药板块整体收入增长 (亿元) .....	19
图 21: 制药板块整体调整归母净利润增长 (亿元) .....	19
图 22: 制药板块利润率情况 .....	20
图 23: 制药板块费用率情况 .....	20
图 24: 我国重点城市公立医院药品销售额大类结构变化 .....	22
图 25: 我国重点城市公立医院药品大类销售额增速 .....	22
图 26: 石药集团收入增长 (亿港元) .....	23
图 27: 石药集团净利润增长 (亿港元) .....	23
图 28: 石药集团收入结构变化 .....	23
图 29: 石药集团 2019 收入拆分 .....	23
图 30: 中国生物制药收入和利润增长 (亿元) .....	24
图 31: 中国生物制药收入拆分 (2019 年) .....	24
图 32: 翰森制药营收和利润增长 (百万元) .....	25
图 33: 翰森制药营收收入结构变化 .....	25
图 34: CRO/CDMO 板块整体增长情况 .....	27
图 35: CRO 板块主营收入增长 (百万元) .....	28
图 36: CRO 板块归母净利润增长 (百万元) .....	28
图 37: CRO 板块利润率情况 .....	28
图 38: CRO 板块费用率情况 .....	28
图 39: 药明生物营收增长 (百万元) .....	30

图 40: 药明生物调整后归母净利润情况 (百万元)	30
图 41: 医疗器械板块整体增长情况	31
图 42: 器械板块收入增长 (百万元)	31
图 43: 器械板块归母净利润增长 (百万元)	31
图 44: 器械板块利润率情况	32
图 45: 器械板块费用率情况	32
图 46: 微创医疗收入增长 (百万美元)	34
图 47: 微创医疗归母净利润情况 (百万美元)	34
图 48: 微创医疗收入结构变化	34
图 49: 微创医疗收入结构 (2019 年)	34
图 50: 爱康医疗收入和归母净利润 (百万元)	35
图 51: 春立医疗收入和归母净利润 (百万元)	35
图 52: 工商综合体板块增速情况	36
图 53: 工商综合体板块主营收入增长 (亿元)	36
图 54: 工商综合体板块归母净利润增长 (亿元)	36
图 55: 工商综合体板块利润率情况	36
图 56: 工商综合体板块费用率情况	36
图 57: 中药板块整体增长情况	38
图 58: 中药板块主营收入增长 (亿元)	38
图 59: 中药板块归母净利润增长 (亿元)	38
图 60: 中药板块利润率情况	39
图 61: 中药板块费用率情况	39
图 62: 中国中药主营业务收入及增速 (亿元)	41
图 63: 中国中药归母净利润及增速 (亿元)	41
图 64: 中国中药收入构成变化	41
图 65: 中国中药收入拆分 (2019 年)	41
图 66: 医疗服务板块整体增长情况	42
图 67: 医疗服务板块主营收入增长 (亿元)	42
图 68: 医疗服务板块归母净利润增长情况 (亿元)	42
图 69: 医疗服务板块利润率情况	43
图 70: 医疗服务板块费用率情况	43
图 71: 锦欣生殖收入和利润增长 (百万元)	45
图 72: 锦欣生殖各业务增长 (百万元)	45
图 73: 锦欣生殖收入结构变化	45
图 74: 锦欣生殖收入拆分 (2019 年)	45

表 1: 港股医药个股 2019 年及 2020 年年初至今股价表现情况 (截至 2020 年 4 月 30 日)	8
表 2: 南下资金对医药港股通标的持股比例变化 (亿港元)	10
表 3: 港股医药 2018 年、2019 年业绩与 2019 年股价表现情况	12



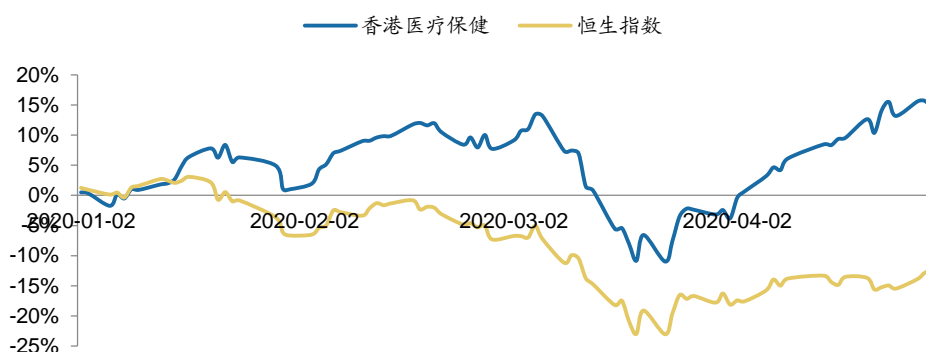
表 4: 港股医药板块重点公司主要财务指标 (2015-2019 年) .....	16
表 5: 港股医药板块重点公司主要财务指标 (2015-2019 年, 剔除商业公司) ...	17
表 6: 港股医药生物板块主要财务指标 (2015-2019 年, 剔除商业公司) .....	18
表 7: 制药板块核心经营数据 (百万元) .....	20
表 8: 制药公司核心经营数据 (2019 年, 百万元) .....	21
表 9: biotech 板块公司基本信息 (亿港元) .....	26
表 10: biotech 板块核心经营数据 (百万元) .....	26
表 11: CRO/CDMO 板块核心经营数据 (百万元) .....	28
表 12: CRO 公司核心经营数据 (2019 年, 百万元) .....	29
表 13: 医疗器械板块核心经营数据 (百万元) .....	32
表 14: 医疗器械公司核心经营数据 (2019 年, 百万元) .....	33
表 15: 工商综合体板块核心经营数据 (百万元) .....	37
表 16: 工商综合体板块公司核心经营数据 (2019 年, 百万元) .....	38
表 17: 中药板块核心经营数据 (百万元) .....	39
表 18: 中药板块公司核心经营数据 (2019 年, 百万元) .....	40
表 19: 医疗服务板块核心经营数据 (百万元) .....	43
表 20: 医疗服务公司核心经营数据 (2019 年, 百万元) .....	44
表 21: 港股医药重点公司估值情况 (截止 2020 年 5 月 5 日收盘) .....	46
表 22: 百济神州研发管线.....	49
表 23: 百济神州授权引进.....	50
表 24: 信达生物研发管线.....	51
表 25: 君实生物研发管线.....	52
表 26: 康希诺生物研发管线.....	53
表 27: 金斯瑞生物科技研发管线.....	54
表 28: 复宏汉霖研发管线.....	55
表 29: 康方生物研发管线.....	56
表 30: 康宁杰瑞制药研发管线 .....	57
表 31: 诺诚健华研发管线.....	58
表 32: 基石药业研发管线.....	59
表 33: 迈博药业研发管线.....	60
表 34: 亚盛医药研发管线.....	61
表 35: 华领医药研发管线.....	62
表 36: 歌礼制药研发管线.....	62
表 37: 中国抗体研发管线.....	63
表 38: 东曜药业研发管线.....	64
表 39: 启明医疗研发管线.....	65
表 40: 沛嘉医疗研发管线.....	66

## 一、行情回顾：年初至今板块超额收益明显

### （一）走势分化，器械和互联网医疗表现较佳

受COVID-2019影响，港股市场在1季度末经过大幅调整，后有所修复。截至2020年4月30日，年初至今wind香港医疗保健板块上涨9.25%（总市值加权平均），医药（CS港股通）板块上涨7.8%（总市值加权平均），全部港股下跌9.3%，恒生指数下跌12.6%，中信港股通行业类整体下跌10.4%。港股医药行业较恒生指数和其他板块超额收益显著。

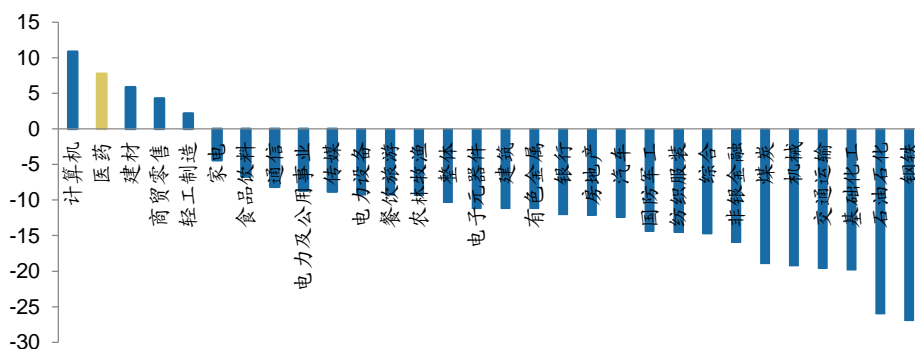
图1：医疗保健行业与恒生指数相对收益率比较（202001-202004）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

\*数据统计截至2020年4月30日

图2：所有港股通细分子行业2020年年初至今收益对比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

\*数据统计截至2020年4月30日

港股医药个股表现较为分化，2020年年初至今器械和互联网医疗板块涨幅较高。业绩持续高增长的CRO/CDMO行业也取得正收益。药品在政策影响的不确定之下个股表现较为分化，低估值的稳健标的取得正收益，biotech中创新疫苗研发企业康希诺和创新生物药研发企业信达生物、君实生物股价表现出色。商业、医疗服务和中药板块表现较差。

表1: 港股医药个股2019年及2020年年初至今股价表现情况 (截至2020年4月30日)

行业	证券代码	公司	市值	股价表现			PE			2019年	
				2019年	年初至今	年内波动	19A	20E	21E	营收	净利润
CRO	02359.HK	药明康德	1808	100%	13%	42%	87	68	50	12873	1855
CRO	02269.HK	药明生物	1574	97%	23%	38%	139	100	70	3984	1014
CRO	03759.HK	康龙化成	489	3%	42%	64%	80	-	-	3758	547
CRO	01873.HK	维亚生物	73	3%	3%	33%	25	18	13	323	266
CRO	01521.HK	方达控股	72	32%	-20%	55%	50	31	24	714	129
药品	03692.HK	翰森制药	1782	33%	16%	32%	62	52	42	8696	2557
药品	01177.HK	中国生物制药	1428	113%	4%	32%	47	38	31	24299	2707
药品	01093.HK	石药集团	960	67%	-17%	40%	23	19	15	22137	3714
药品	02196.HK	复星医药	759	4%	26%	52%	20	19	16	28412	3322
药品	01513.HK	丽珠医药	323	46%	42%	55%	22	19	17	9276	1303
药品	00867.HK	康哲药业	228	61%	-18%	49%	10	9	8	6075	1961
药品	01530.HK	三生制药	202	1%	-21%	54%	19	13	12	5337	974
药品	00512.HK	远大医药	174	21%	21%	40%	15	12	10	6132	1031
药品	02005.HK	石四药集团	167	10%	-13%	65%	15	12	11	4160	1018
药品	06826.HK	昊海生物科技	67	22%	-19%	47%	16	-	-	1600	371
药品	01558.HK	东阳光药	130	78%	-34%	58%	6	5	4	6224	1919
药品	02186.HK	绿叶制药	123	10%	-35%	48%	8	7	6	6370	1469
药品	03933.HK	联邦制药	118	39%	19%	52%	16	13	11	8424	642
药品	00460.HK	四环医药	74	-31%	-16%	49%	-2	8	7	2917	-2753
药品	00719.HK	山东新华制药股份	26	8%	8%	48%	8	-	-	5548	300
药品	01061.HK	亿胜生物科技	28	41%	-23%	41%	9	8	7	1149	271
药品	00950.HK	李氏大药厂	22	-18%	-14%	173%	18	10	9	1121	112
商业	01099.HK	国药控股	655	-11%	-26%	52%	9	9	8	425273	6253
商业	00874.HK	白云山	333	-4%	-23%	47%	9	8	8	64692	3189
商业	02607.HK	上海医药	388	-2%	-10%	37%	9	8	7	186566	4081
商业	03320.HK	华润医药	308	-28%	-32%	57%	9	7	8	184907	2944
医疗器械	01066.HK	威高股份	535	50%	27%	45%	26	22	18	10426	1845
医疗器械	00853.HK	微创医疗	292	21%	83%	131%	81	96	71	5536	323
医疗器械	01789.HK	爱康医疗	233	104%	140%	174%	78	61	45	928	267
医疗器械	02500.HK	启明医疗-B	216	-13%	42%	67%	-51	363	55	233	-381
医疗器械	01858.HK	春立医疗	151	350%	139%	179%	57	-	-	850	237
医疗器械	01302.HK	先健科技	74	-1%	15%	48%	51	28	23	721	129
医疗器械	01501.HK	康德莱医械	65	15%	27%	45%	59	44	33	290	100
biotech	06160.HK	百济神州	974	19%	-3%	36%	-13	-13	-20	2987	-6618
biotech	01801.HK	信达生物-B	515	10%	45%	56%	-27	-44	-113	1048	-1720
biotech	01877.HK	君实生物-B	293	10%	40%	62%	-35	-50	-117	775	-744
biotech	06185.HK	康希诺生物-B	366	70%	179%	191%	-209	-647	113	2	-157
biotech	01548.HK	金斯瑞生物科技	261	68%	-22%	51%	-35	-19	-17	1908	-676
biotech	02696.HK	复宏汉霖-B	248	-18%	12%	46%	-25	-35	-175	91	-875



biotech	09926.HK	康方生物-B	200	0%	8%	31%	-53	-	-	79	-335
biotech	09969.HK	诺诚健华-B	185	0%	46%	68%	-30	-	-	1	-2141
biotech	09966.HK	康宁杰瑞制药-B	157	4%	21%	55%	-17	-31	-26	0	-833
biotech	02616.HK	基石药业-B	82	-20%	-22%	38%	-4	-5	-5	-	-2308
biotech	06855.HK	亚盛医药-B	69	-20%	10%	44%	-4	-10	-14	15	-1481
biotech	02181.HK	迈博药业-B	42	-5%	-10%	37%	-19	-	-	5	-203
biotech	03681.HK	中国抗体-B	32	-41%	-10%	64%	-10	-	-	0	-276
biotech	02552.HK	华领医药-B	32	-40%	-40%	51%	-7	-	-	0	-425
biotech	01672.HK	歌礼制药-B	31	-53%	-6%	130%	-29	-105	-1818	173	-96
biotech	01875.HK	东曜药业-B	24	-30%	-5%	72%	-7	-	-	59	-299
医疗服务	01951.HK	锦欣生殖	241	12%	-5%	53%	53	42	35	1662	410
医疗服务	02666.HK	环球医疗	81	5%	-20%	32%	5	-	-	6818	1489
医疗服务	01515.HK	华润医疗	51	-10%	-12%	40%	12	-	-	2125	391
医疗服务	03309.HK	希玛眼科	43	0%	-20%	37%	104	-	-	518	37
医疗服务	02138.HK	香港医思医疗集团	42	10%	-18%	50%	12	9	8	-	-
中药	00570.HK	中国中药	173	-15%	-9%	48%	10	8	7	14331	1588
中药	03613.HK	同仁堂国药	91	3%	-8%	34%	16	15	13	1286	498
中药	01666.HK	同仁堂科技	79	-24%	-19%	40%	17	14	12	4476	418
中药	02877.HK	神威药业	48	2%	-22%	39%	8	-	-	2711	503
中药	01681.HK	康臣药业	35	9%	-14%	46%	39	-	-	1729	80
互联网医疗	00241.HK	阿里健康	2427	42%	108%	125%	-2540	1141	407	-	-
互联网医疗	01833.HK	平安好医生	1146	106%	89%	120%	-140	-155	-564	5068	-734

数据来源: wind、广发证券发展研究中心 \*市值为亿港元; 营收和净利润为百万元人民币; 净利润为归母净利润; PE 为 wind 一致预期数据; 年内波动为年内最高价相较于年内最低价的变动幅度

## (二) 南下资金参与度进一步提高, 器械板块持股比例提升显著

2020年通过港股通持有的港股医药整体市值进一步提高, 部分个股南下资金持股比例提高明显, 南下资金对于部分港股医药个股的定价能力提升。2020年年初, 器械板块的港股通持股比例上升明显, 器械板块整体股价表现也较出色。爱康医疗于2020年3月进入港股通之后, 南下资金持股比例迅速超过5%。

图3: 中国生物制药港股通持股比例 (2019Q4-2020Q4)

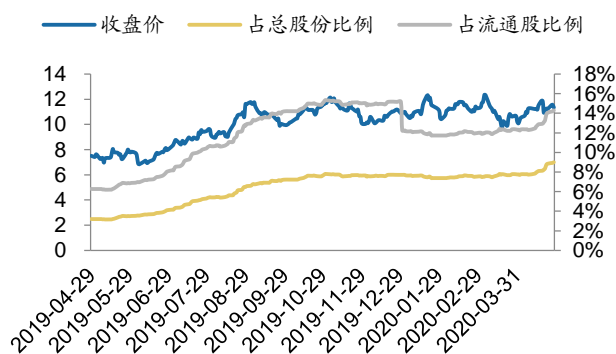
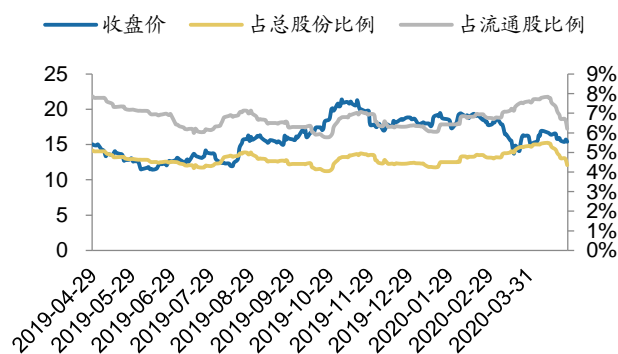


图4: 石药集团港股通持股比例 (2019Q4-2020Q4)



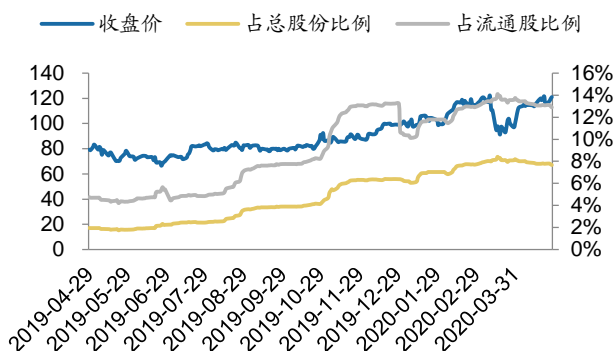
数据来源: wind、广发证券发展研究中心 \*收盘价为港元/股

数据来源: wind、广发证券发展研究中心 \*收盘价为港元/股

识别风险, 发现价值

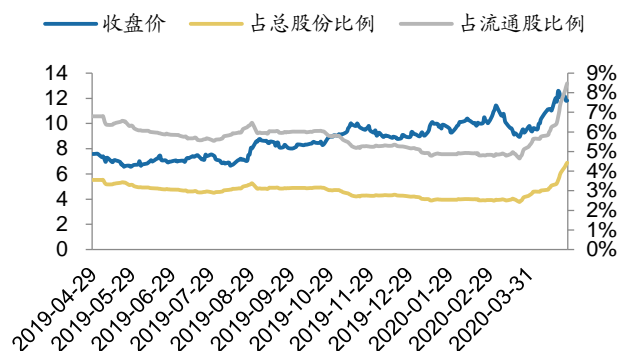
请务必阅读末页的免责声明

图5: 药明生物港股通持股比例 (201904-202004)



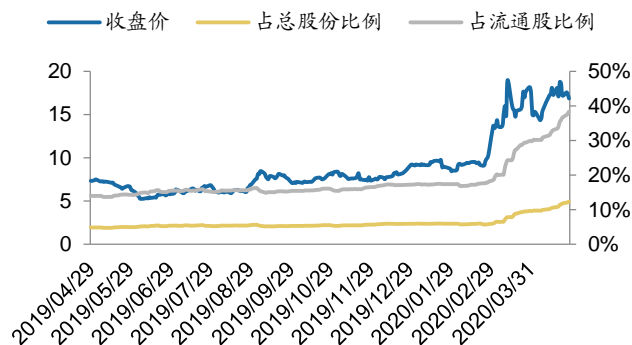
数据来源: wind、广发证券发展研究中心 \*收盘价为港元/股

图6: 威高股份港股通持股比例 (201904-202004)



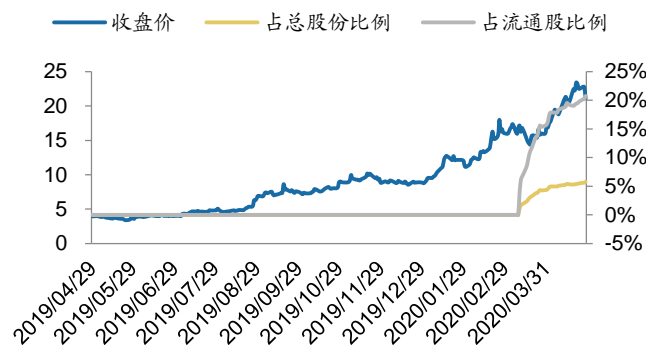
数据来源: wind、广发证券发展研究中心 \*收盘价为港元/股

图7: 微创医疗港股通持股比例 (201904-202004)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心 \*收盘价为港元/股

图8: 爱康医疗港股通持股比例 (201904-202004)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心 \*收盘价为港元/股

表2: 南下资金对医药港股通标的的持股比例变化 (亿港元)

行业	证券代码	公司	总市值	持股市值	年初		当前		年初至今涨幅
					占总股本比例	占流通股比例	占总股本比例	占流通股比例	
CRO	02359.HK	药明康德	1808	10.6	3.91%	-	5.67%	-	13.30%
CRO	02269.HK	药明生物	1574	120.6	6.30%	10.55%	7.66%	12.89%	22.66%
CRO	03759.HK	康龙化成	489	6.2	0.44%	-	7.52%	-	41.61%
CRO	01873.HK	维亚生物	73	3.1	-	-	4.18%	9.42%	2.63%
CRO	01521.HK	方达控股	72	4.7	3.46%	10.52%	6.53%	19.98%	-19.68%
药品	03692.HK	翰森制药	1782	14.7	0.21%	1.27%	0.82%	5.20%	16.22%
药品	01177.HK	中国生物制药	1428	128.4	7.71%	12.25%	9.00%	14.29%	4.04%
药品	01093.HK	石药集团	960	41.8	4.47%	6.39%	4.35%	6.21%	-17.12%
药品	02196.HK	复星医药	759	60.8	29.75%	30.30%	37.20%	37.89%	25.96%
药品	01513.HK	丽珠医药	323	12.1	11.13%	22.75%	11.00%	22.48%	42.06%
药品	00867.HK	康哲药业	228	1.6	0.98%	1.76%	0.69%	1.25%	-17.65%
药品	01530.HK	三生制药	202	12.3	3.47%	12.27%	6.09%	21.53%	-21.29%
药品	00512.HK	远大医药	174	4.8	2.55%	9.72%	2.76%	10.52%	21.23%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

药品	02005.HK	石四药集团	167	14.4	7.77%	19.31%	8.63%	21.42%	-12.84%
药品	06826.HK	昊海生物科技	67	-	-	-	-	-	-19.43%
药品	01558.HK	东阳光药	130	16.5	29.43%	45.46%	25.75%	38.99%	-33.67%
药品	02186.HK	绿叶制药	123	18.2	18.15%	33.87%	14.75%	27.45%	-35.27%
药品	03933.HK	联邦制药	118	9.4	6.99%	18.09%	8.01%	22.05%	18.66%
药品	00460.HK	四环医药	74	3.9	4.75%	11.64%	5.27%	12.91%	-16.13%
药品	00719.HK	山东新华制药	26	3.0	40.15%	52.20%	37.62%	48.91%	8.38%
药品	01061.HK	亿胜生物科技	28	-	-	-	-	-	-22.70%
药品	00950.HK	李氏大药厂	22	0.1	0.95%	3.57%	0.35%	1.32%	-13.57%
商业	01099.HK	国药控股	655	12.5	1.95%	1.95%	4.43%	4.99%	-26.19%
商业	00874.HK	白云山	333	12.3	31.85%	31.85%	27.36%	27.36%	-22.93%
商业	02607.HK	上海医药	388	16.5	13.16%	13.39%	13.14%	13.38%	-9.89%
商业	03320.HK	华润医药	308	6.6	1.34%	5.09%	2.14%	8.14%	-32.23%
器械	01066.HK	威高股份	535	23.7	2.70%	5.18%	4.43%	8.48%	26.55%
器械	00853.HK	微创医疗	292	36.2	5.96%	17.32%	12.37%	38.38%	82.88%
器械	01789.HK	爱康医疗	233	13.5	-	-	5.76%	20.75%	140.32%
器械	02500.HK	启明医疗-B	216	-	-	-	-	-	42.40%
器械	01858.HK	春立医疗	151	-	-	-	-	-	139.02%
器械	01302.HK	先健科技	74	10.1	14.57%	26.29%	13.62%	24.59%	14.77%
器械	01501.HK	康德莱医械	65	-	-	-	-	-	27.05%
biotech	06160.HK	百济神州	974	-	-	-	-	-	-3.10%
biotech	01801.HK	信达生物-B	515	-	-	-	-	-	44.63%
biotech	01877.HK	君实生物-B	293	-	-	-	-	-	40.07%
biotech	06185.HK	康希诺生物-B	366	-	-	-	-	-	179.05%
biotech	01548.HK	金斯瑞生物科技	261	26.5	10.31%	19.40%	10.15%	19.19%	-21.81%
biotech	02696.HK	复宏汉霖-B	248	-	-	-	-	-	11.90%
biotech	09926.HK	康方生物-B	200	-	-	-	-	-	7.82%
biotech	09969.HK	诺诚健华-B	185	-	-	-	-	-	45.97%
biotech	09966.HK	康宁杰瑞制药-B	157	-	-	-	-	-	21.43%
biotech	02616.HK	基石药业-B	82	-	-	-	-	-	-22.23%
biotech	06855.HK	亚盛医药-B	69	-	-	-	-	-	10.00%
biotech	02181.HK	迈博药业-B	42	-	-	-	-	-	-10.43%
biotech	03681.HK	中国抗体-B	32	-	-	-	-	-	-9.60%
biotech	02552.HK	华领医药-B	32	-	-	-	-	-	-40.12%
biotech	01672.HK	歌礼制药-B	31	-	-	-	-	-	-6.06%
biotech	01875.HK	东曜药业-B	24	-	-	-	-	-	-5.23%
服务	01951.HK	锦欣生殖	241	16.8	2.72%	8.53%	6.98%	21.86%	-5.09%
服务	02666.HK	环球医疗	81	15.5	16.89%	27.98%	19.18%	31.78%	-20.34%
服务	01515.HK	华润医疗	51	1.4	2.98%	5.57%	2.73%	5.10%	-12.39%
服务	03309.HK	希玛眼科	43	0.8	1.32%	4.21%	1.95%	6.38%	-20.36%
服务	02138.HK	香港医思医疗	42	-	-	-	-	-	-18.43%
中药	00570.HK	中国中药	173	22.5	10.78%	21.48%	12.98%	25.86%	-8.51%
中药	03613.HK	同仁堂国药	91	9.0	6.82%	24.08%	9.89%	34.90%	-7.99%

中药	01666.HK	同仁堂科技	79	10.2	22.48%	25.20%	26.34%	29.53%	-19.32%
中药	02877.HK	神威药业	48	1.0	1.48%	4.36%	2.11%	6.21%	-21.95%
中药	01681.HK	康臣药业	35	1.2	3.20%	6.66%	3.50%	7.12%	-13.79%
互联网	00241.HK	阿里健康	2427	52.9	3.54%	13.61%	2.18%	9.03%	108.44%
医疗	01833.HK	平安好医生	1146	64.7	3.85%	12.12%	5.64%	17.76%	88.92%

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

\*总市值、持股市值为亿港元，截止日期 2020 年 4 月 30 日

### （三）高景气度细分领域估值溢价和股价超额收益明显

从细分子领域来看，器械和CRO/CDMO行业增速较高，药品和服务行业普遍承压。年初至具备高景气度、高增速的器械和CRO/CDMO板块以及用户量迅猛增长的互联网医疗领域个股超额收益明显。

表3：港股医药2018年、2019年业绩与2020年股价表现情况

行业	证券代码	证券简称	市值	营收同比		归母净利润同比		扣非归母净利润同比		PE	
				2018	2019	2018	2019	2018	2019	TTM	涨幅
CRO	02359.HK	药明康德	1,808	24%	34%	84%	-18%	59%	23%	89	13%
CRO	02269.HK	药明生物	1,574	57%	57%	150%	61%	74%	61%	139	23%
CRO	03759.HK	康龙化成	489	28%	29%	47%	64%	49%	58%	75	42%
CRO	01873.HK	维亚生物	73	42%	54%	19%	194%	32%	135%	25	3%
CRO	01521.HK	方达控股	72	18%	21%	11%	64%	59%	29%	50	-20%
药品	03692.HK	翰森制药	1,782	25%	12%	19%	34%	22%	34%	62	16%
药品	01177.HK	中国生物制药	1,428	41%	16%	317%	-70%	37%	10%	47	4%
药品	01093.HK	石药集团	960	32%	25%	28%	21%	28%	21%	23	-17%
药品	02196.HK	复星医药	759	35%	15%	-13%	23%	-10%	7%	21	26%
药品	01513.HK	丽珠医药	323	4%	6%	-76%	20%	16%	26%	23	42%
药品	00867.HK	康哲药业	228	2%	12%	10%	6%	11%	23%	10	-18%
药品	01530.HK	三生制药	202	23%	16%	37%	-24%	29%	19%	19	-21%
药品	00512.HK	远大医药	174	25%	16%	55%	69%	55%	69%	15	21%
药品	02005.HK	石四药集团	167	33%	15%	33%	30%	33%	30%	15	-13%
药品	06826.HK	昊海生物科技	67	15%	3%	11%	-11%	7%	-5%	17	-19%
药品	01558.HK	东阳光药	130	57%	148%	46%	120%	46%	122%	6	-34%
药品	02186.HK	绿叶制药	123	36%	23%	33%	13%	33%	19%	8	-35%
药品	03933.HK	联邦制药	118	10%	12%	735%	-6%	735%	-6%	16	19%
药品	00460.HK	四环医药	74	6%	-1%	12%	-270%	12%	-25%	-2	-16%
药品	00719.HK	山东新华制药股份	26	15%	7%	20%	17%	38%	11%	7	8%
药品	01061.HK	亿胜生物科技	28	31%	13%	38%	37%	30%	37%	9	-23%
药品	00950.HK	李氏大药厂	22	13%	7%	80%	-70%	80%	-70%	18	-14%
商业	01099.HK	国药控股	655	12%	23%	5%	7%	12%	16%	9	-26%
商业	00874.HK	白云山	333	102%	54%	67%	-7%	10%	29%	10	-23%

商业	02607.HK	上海医药	388	22%	17%	10%	5%	-7%	30%	9	-10%
商业	03320.HK	华润医药	308	10%	8%	16%	-17%	16%	-17%	9	-32%
医疗器械	01066.HK	威高股份	535	40%	18%	-15%	25%	19%	21%	26	27%
医疗器械	00853.HK	微创医疗	292	43%	19%	11%	94%	11%	94%	81	83%
医疗器械	01789.HK	爱康医疗	233	61%	54%	38%	84%	38%	84%	78	140%
医疗器械	02500.HK	启明医疗-B	216		102%					-51	42%
医疗器械	01858.HK	春立医疗	151	66%	73%	55%	124%	55%	124%	57	139%
医疗器械	01302.HK	先健科技	74	36%	22%	-26%	7%	-26%	7%	51	15%
医疗器械	01501.HK	康德莱医械	65	47%	41%	43%	66%	43%	66%	59	27%
biotech	06160.HK	百济神州	974	-17%	116%					-13	-3%
biotech	01801.HK	信达生物-B	515	-49%						-27	45%
biotech	01877.HK	君实生物-B	293	-19%						-35	40%
biotech	06185.HK	康希诺生物-B	366		-16%					-209	179%
biotech	01548.HK	金斯瑞生物科技	261	51%	18%					-35	-22%
biotech	02696.HK	复宏汉霖-B	248	-77%	1081%					-25	12%
biotech	09926.HK	康方生物-B	200	-	760%					-53	8%
biotech	09969.HK	诺诚健华-B	185		-23%					-22	46%
biotech	09966.HK	康宁杰瑞制药-B	157	-83%	1114%					-17	21%
biotech	02616.HK	基石药业-B	82	-	-					-4	-22%
biotech	06855.HK	亚盛医药-B	69	11%	108%					-4	10%
biotech	02181.HK	迈博药业-B	42		-64%					-19	-10%
biotech	03681.HK	中国抗体-B	32	-	-75%					-10	-10%
biotech	02552.HK	华领医药-B	32	-	64%					-7	-40%
biotech	01672.HK	歌礼制药-B	31		4%					-29	-6%
biotech	01875.HK	东曜药业-B	24		16%					-7	-5%
医疗服务	01951.HK	锦欣生殖	241	39%	79%	69%	146%	118%	138%	53	-5%
医疗服务	02666.HK	环球医疗	81	26%	59%	18%	10%	18%	10%	5	-20%
医疗服务	01515.HK	华润医疗	51	10%	3%	2%	-9%	14%	-9%	12	-12%
医疗服务	03309.HK	希玛眼科	43	38%	34%	6%	-8%	-31%	-12%	104	-20%
医疗服务	02138.HK	香港医思医疗集团	42	41%	-	29%	-	34%	-	12	-18%
中药	00570.HK	中国中药	173	35%	27%	23%	10%	23%	10%	10	-9%
中药	03613.HK	同仁堂国药	91	20%	-5%	19%	-4%	19%	-4%	16	-8%
中药	01666.HK	同仁堂科技	79	1%	-12%	2%	-38%	2%	-38%	17	-19%
中药	02877.HK	神威药业	48	34%	5%	12%	-1%	12%	-1%	8	-22%
中药	01681.HK	康臣药业	35	11%	-6%	17%	-83%	17%	-13%	39	-14%
互联网医疗	00241.HK	阿里健康	2,427	109%							108%
互联网医疗	01833.HK	平安好医生	1,146	79%							89%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

\*市值为亿港元, 截止日期 2020 年 4 月 30 日

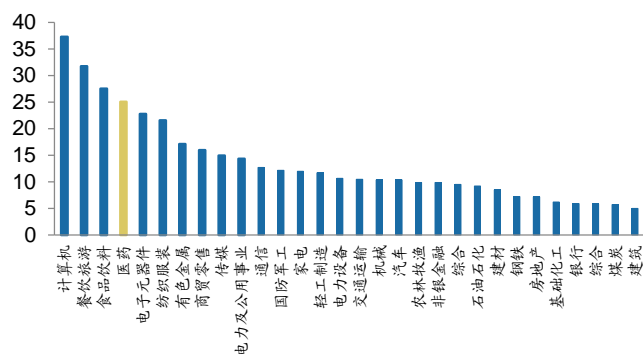
\*扣非归母净利润为调整后净利润或 wind 终端计算得出的数据



#### (四) 对比 A 股估值折价仍然显著，看好港股医药投资价值

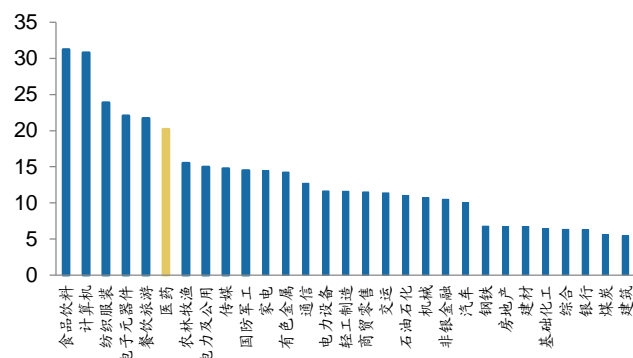
当前wind港股医疗保健板块PE（整体法，TTM）19.0x，港股通医药生物板块PE（整体法，TTM）25.1x，港股医药板块估值较2019年年底有所提升，当前估值水平高于绝大多数港股通子行业。

图9：中信港股通子行业估值情况（PE，TTM，2020Q4）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

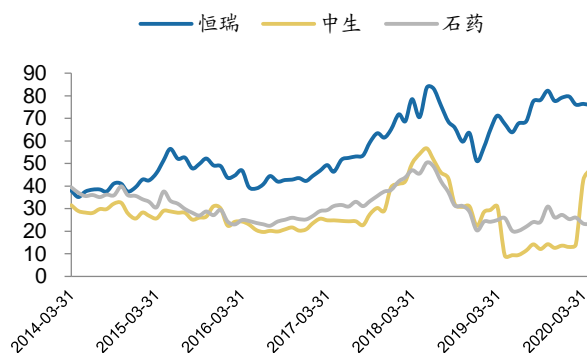
图10：中信港股通子行业估值情况（PE，TTM，2019H1）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

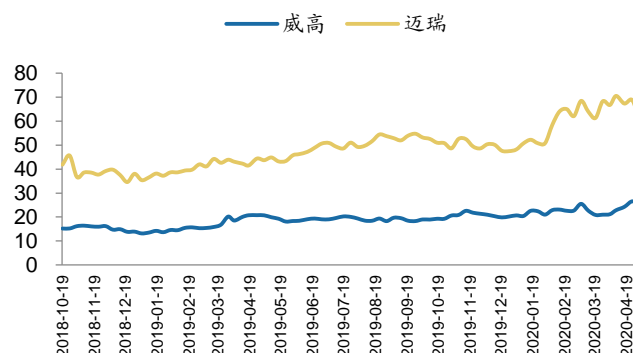
港股医药相对A股医药估值折价仍明显。当前wind港股医疗保健板块PE（整体法，TTM）19.0x，港股通医药生物板块PE（整体法，TTM）25.1x，windA股医疗保健板块PE 42.0x，医药港股相较医药A股估值折价非常明显。由于行业基本面的变化以及流动性的问题，港股医疗保健板块内部不同公司的成长性和估值分化也在加剧。港股业绩稳健、未来成长确定性高的龙头公司估值有所提升，但仍显著低于A股的可比龙头公司。相对的低估值使得港股医药板块具备高投资价值。

图11：恒瑞医药、中国生物制药与石药集团PE（TTM）对比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图12：迈瑞医疗和威高股份PE（TTM）对比



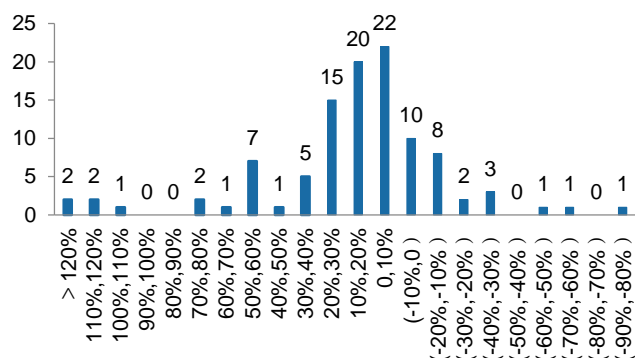
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## 二、年报整体回顾：增长较为稳健，利润率略有提升

### （一）收入增速多分布在 0-30%，利润分布较分散，份额向龙头集中

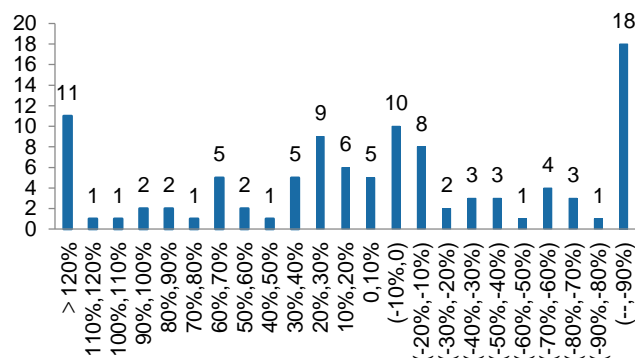
对医疗保健行业已发布年报的104家上市公司（不包括通过18A途径上市的未盈利的biotech）进行分析。从收入增速分布来看，有57家香港上市公司营收增速集中在0-30%，此增速区间比重达到55%；有20家归母净利润增速在0-30%，占比19%。利润分布较收入分布更为分散一方面由于部分公司体量很小，利润端弹性较大，一方面由于部分公司在2019年年报中进行资产减值，造成较大幅亏损。

图13：医疗保健公司收入增速分布（2019年）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

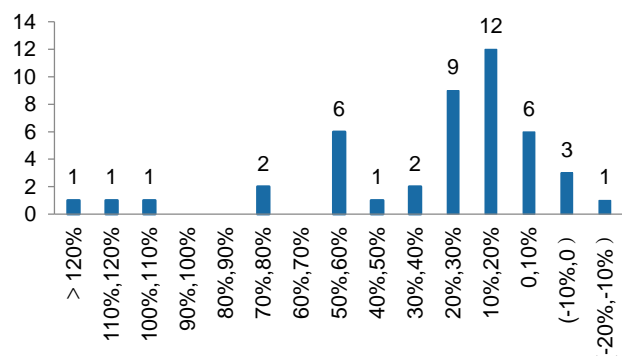
图14：医疗保健公司归母净利润增速分布（2019年）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

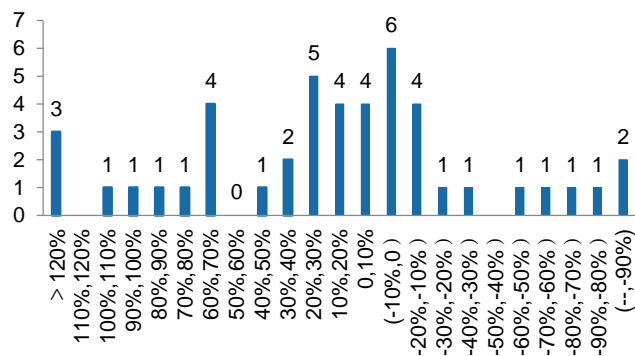
我们选取38家港股通标的以及百济神州、春立医疗、昊海生物科技、康德莱医械、康臣药业、亿胜生物科技、李氏大药厂共45家重点公司来做分析（收入占比在板块整体收入的95.6%）。除3家中药公司及四环医药收入出现下滑外，重点公司收入均实现增长，其中有27家（占比60%）收入增速在0-30%。核心公司增长情况好于板块整体，显示出板块在稳健增长的同时分化也在加剧，随着医改持续深化，部分低壁垒、高竞争领域及辅助用药等重点调控领域的小型公司内生增长持续承压，板块收入和利润进一步向优质细分龙头企业集中。

图15：重点公司收入增速分布（2019年）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图16：重点公司归母净利润增速分布（2019年）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## （二）毛利率持续提升，调整后归母净利率略有提高

在全部港股医疗板块中，除18A通道上市的biotech之外，港股通标的收入占比约95%，我们选取包括所有港股通标的的在内合计45家重点公司作为整体来做分析。

2019年工商业综合体公司（国药控股、华润医药、上海医药、白云山）的收入占比在核心医药公司中高达79.4%，使得整体的费用率、利润率等财务指标相对偏向医药商业公司特性，但仍可看出板块整体毛利率、销售费用率、净利率及研发费用率的上升趋势以及管理费用率的略微下降趋势。

由于2019年几家公司出现商誉减值造成亏损，以及中国生物制药2018年收购泰德一次性利润确认的影响，板块合并净利润和归母净利润出现下滑，调整后的数据来看仍有17.1%的增长。

表4：港股医药板块重点公司主要财务指标（亿元，2015-2019年）

	2015	2016	2017	2018	2019
总营业收入	5805	6660	7209	9012	10856
主营收入	5794	6644	7192	8990	10831
增速 (%)		14.7%	8.2%	25.0%	20.5%
毛利润	1176	1370	1599	2103	2490
毛利率 (%)	20.3%	20.6%	22.2%	23.4%	23.0%
销售费用	497	581	694	951	1127
销售费用率 (%)	8.6%	8.7%	9.6%	10.6%	10.4%
管理费用	223	250	265	330	395
管理费用率 (%)	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%
研发费用	63	75	96	144	179
研发费用率 (%)	1.1%	1.1%	1.3%	1.6%	1.7%
财务费用	47	48	58	88	89
财务费用率 (%)	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%	0.8%
净利润	356	398	519	658	591
增速 (%)		11.8%	30.3%	26.8%	-10.1%
净利率 (%)	6.1%	6.0%	7.2%	7.3%	5.5%
归母净利润	284	320	433	557	491
增速 (%)		12.5%	35.3%	28.7%	-11.8%
归母净利率 (%)	4.9%	4.8%	6.0%	6.2%	4.5%
调整后归母净利润	281	331	389	466	545
增速 (%)		17.6%	17.5%	19.8%	17.1%
调整后归母净利率 (%)	4.9%	5.0%	5.4%	5.2%	5.0%
经营活动现金流	347	413	343	492	749
投资活动现金流	-301	-293	-382	-607	-441
筹资活动现金流	56	91	177	397	-60
现金流/净利润	0.97	1.04	0.66	0.75	1.27
现金流/调整后归母净利润	1.23	1.25	0.88	1.06	1.37

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

剔除工商业综合体公司（国药控股、华润医药、上海医药、白云山）之后，可以看出港股医药重点公司整体2019年收入增速稳健，毛利率提升明显，由于销售费用率也提升较大，调整后归母净利率较为稳定。

整体研发费用率逐步由2016年的4.6%提升至2019年的6.6%，考虑中国中药等中药公司研发费用率较低、且部分公司未披露研发支出，实际制药和器械公司研发费用率提升至较高的水平。

2019年整体合并净利率和归母净利率受部分公司股权激励费用及商誉减值影响，实际调整后的归母净利润增速可观，调整后的归母净利率维持稳定，且较2018年略有提高。

表5：港股医药板块重点公司主要财务指标（亿元，2015-2019年，剔除商业公司）

	2015	2016	2017	2018	2019
总营业收入	1053	1257	1462	1878	2242
主营收入	1051	1252	1457	1872	2235
增速（%）		19.2%	16.3%	28.5%	19.4%
毛利润	603	745	893	1170	1425
毛利率（%）	57.4%	59.4%	61.3%	62.5%	63.8%
销售费用	257	318	387	525	637
销售费用率（%）	24.5%	25.4%	26.6%	28.0%	28.5%
管理费用	104	120	131	164	199
管理费用率（%）	9.9%	9.6%	9.0%	8.8%	8.9%
研发费用	48	58	77	115	148
研发费用率（%）	4.6%	4.6%	5.3%	6.2%	6.6%
财务费用	7	10	11	14	15
财务费用率（%）	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
净利润	201	222	321	417	357
增速（%）		10.3%	44.6%	29.9%	-14.4%
净利率（%）	19.2%	17.7%	22.0%	22.3%	16.0%
归母净利润	181	201	295	390	327
增速（%）		11.1%	46.7%	32.3%	-16.3%
归母净利率（%）	17.2%	16.1%	20.3%	20.8%	14.6%
调整后归母净利润	183	219	259	324	391
增速（%）		19.6%	18.1%	25.1%	20.8%
调整后归母净利率（%）	17.4%	17.5%	17.8%	17.3%	17.5%
经营活动现金流	136	247	251	316	395
投资活动现金流	-226	-230	-239	-398	-329
筹资活动现金流	133	38	81	192	219
现金流/净利润	0.67	1.11	0.78	0.76	1.11
现金流/调整后归母净利润	0.74	1.13	0.97	0.97	1.01

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

我们选取2017年以前上市的122家港股医药公司（剔除国药控股、华润医药、上海医药、白云山，也不包括未盈利的biotech）作为港股医药板块整体来做分析。通过对比可以看出，港股通医药板块比整体港股医药板块收入和利润增速快、利润率高、研发投入大、ROE高，显示出港股通标的各项财务指标较非港股通标的更优，更具备投资价值。

表6：港股医药生物板块主要财务指标（亿元，2015-2019年，剔除商业公司）

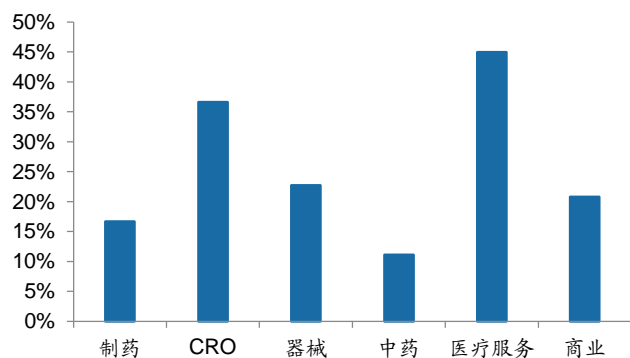
项目（亿元）	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	1,619	1,822	2,069	2,540	2,849
增速（%）		12.5%	13.6%	22.3%	12.2%
营业成本	786.1	846.4	924.1	1,088.8	1,175.1
毛利率（%）	51.5%	53.5%	55.3%	57.0%	58.8%
销售费用	356	431	508	665	701
销售费用率（%）	22.0%	23.7%	24.5%	26.3%	24.6%
管理费用	182	207	223	254	250
管理费用率（%）	11.3%	11.4%	10.8%	10.0%	8.8%
研发费用	43.8	66.7	83.7	134.6	174.6
销售费用率（%）	2.7%	3.7%	4.0%	5.3%	6.1%
净利润	202	209	308	353	310
净利率（%）	12.5%	11.5%	14.9%	14.0%	10.9%
经营性净现金流	188	272	288	321	343
ROE（%）	10.2%	8.8%	11.7%	10.6%	10.7%
总资产周转率	0.49	0.46	0.47	0.45	0.44
资产负债率	39.4%	40.0%	40.6%	40.0%	41.5%

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

### （三）子板块中 CRO/CDMO 和器械景气度高、内生增速快

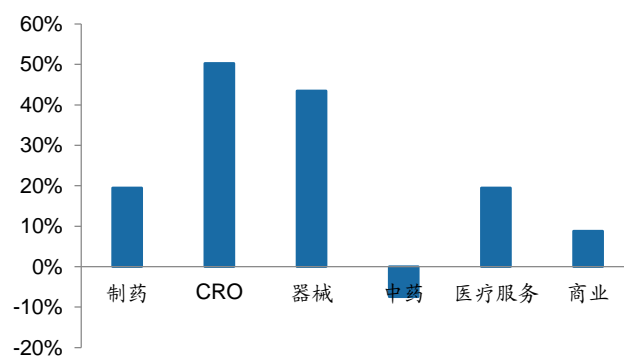
各细分领域，CRO/CDMO和器械行业内生的收入和调整后归母净利润增速较高，中药、服务和商业的内生增长压力较大。

图17：港股医药各板块收入增速（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图18：港股医药各板块调整后归母净利润增速（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心



### 三、细分领域：研发投入加大，CRO 和器械业绩靓丽

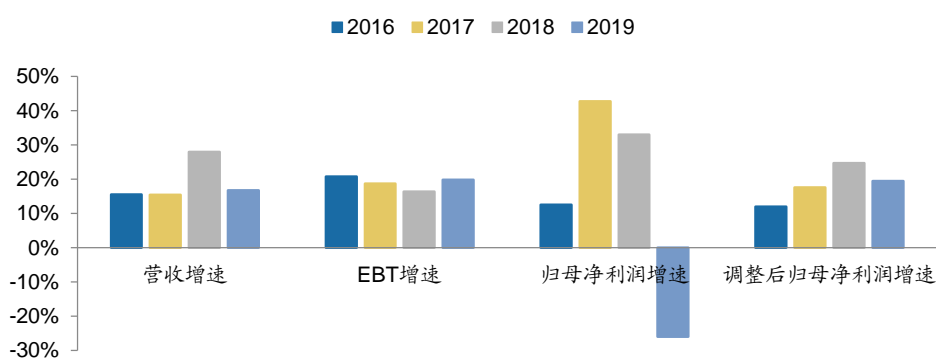
#### （一）制药板块：集采压力初现，整体增长仍然稳健

2019年，17家制药港股上市公司实现主营收入1473.76亿元，同比增长16.7%。2016-2019年制药板块收入增速分别为15.5%/15.4%/27.9%/16.7%，2018年增速较高由于中国生物制药收购泰德股权使得泰德收入并表且部分药企因两票制转高开影响，2019年制药板块整体收入的内生增长较为稳健。

2019年，17家制药港股上市公司实现归母净利润209.2亿元，同比减少26.0%，2016-2019年增速分别为12.5%/42.7%/33.0%/-26.0%。2017年增速较高主要由于丽珠医药出售资产，2018年增速较高主要由于中国生物制药并购泰德的会计处理带来65.99亿一次性利润，2019年下滑主要由于2018年中国生物制药并购泰德的会计处理带来的高基数以及2019年几家制药企业产生资产减值及股权激励费用（四环医药和李氏大药厂资产减值，三生制药股权激励等）。

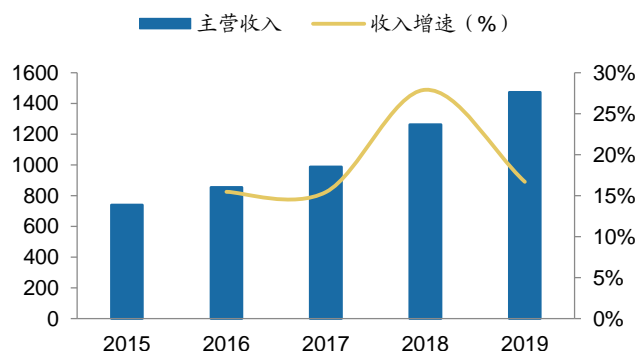
按照调整后来看，17家制药港股上市公司实现调整后归母净利润合计261.03亿元，同比增长19.5%，2016-2019年增速分别为12.0%/17.6%/24.7%/19.5%，2019年内生增速高于2016及2017年，较为稳健。（排除汇率的负面影响，2019年制药板块收入及调整后净利润增长情况好于统计数据）。

图19：制药板块整体增长情况



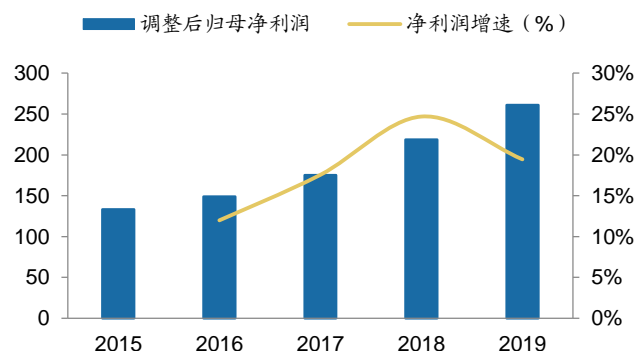
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图20：制药板块整体收入增长（亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图21：制药板块整体调整归母净利润增长（亿元）

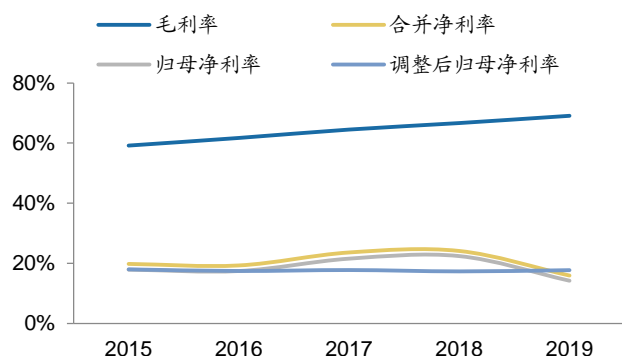


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

**费用率：**2015年以来随着两票制下低开转高开的影响以及药企学术推广的增加，销售费用上升明显，管理费用率呈现略微下降的趋势。**研发费用率**随着药企核心品种临床的推进及管线储备的丰富而持续上升，**2019年提升至7.9%。**

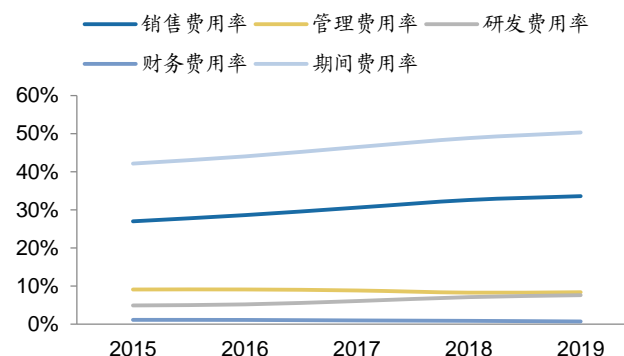
**利润率：**毛利率提升明显，板块平均毛利率由2015年的59.2%提升至2019年的69.1%，受销售费用增加的影响，板块整体调整后归母净利率较为平稳，2016-2019年分别为17.4%/17.8%/17.3%/17.7%，2019年较2018年略有提升。

图22：制药板块利润率情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图23：制药板块费用率情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表7：制药板块核心经营数据（百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019
主营收入	74050	85511	98720	126287	147376
增速 (%)		15.5%	15.4%	27.9%	16.7%
毛利	43821	52773	63684	84197	101824
毛利率 (%)	59.2%	61.7%	64.5%	66.7%	69.1%
其他收入-经营	180	301	370	383	502
销售费用	19992	24474	30193	41157	49515
销售费用率 (%)	27.0%	28.6%	30.6%	32.6%	33.6%
管理费用	6741	7787	8728	10446	12359
管理费用率 (%)	9.1%	9.1%	8.8%	8.3%	8.4%
研发费用	3638	4443	5991	8961	11215
研发费用率 (%)	5.2%	5.5%	6.4%	7.4%	7.9%
营业利润	14006	16839	20013	23861	28470
营业利润率 (%)	18.9%	19.7%	20.3%	18.9%	19.3%
利息支出	1259	1396	1491	2101	2527
利息收入	423	447	528	999	1472
权益性投资损益	1419	1728	1859	1574	1728
其他非经营性损益	228	110	4182	510	-738
非经常项目前利润	14817	17728	25090	24843	28404
非经常项目损益	2974	1882	2538	9920	863
财务费用率 (%)	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%	0.7%
除税前溢利	17791	19610	27629	34763	29268

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	所得税	3137	3119	4329	4335	5802
合并净利润		14655	16491	23299	30428	23465
	合并净利率 (%)	19.8%	19.3%	23.6%	24.1%	15.9%
归属母公司净利润		13239	14900	21262	28276	20915
	增速 (%)		12.5%	42.7%	33.0%	-26.0%
	归母净利率 (%)	17.9%	17.4%	21.5%	22.4%	14.2%
调整后归母净利润		13311	14907	17524	21852	26103
	增速 (%)		12.0%	17.6%	24.7%	19.5%
	调整后归母净利率 (%)	18.0%	17.4%	17.8%	17.3%	17.7%
经营活动现金流		14032	19072	21512	26213	28670
投资活动现金流		-12372	-17519	-16688	-22035	-21733
筹资活动现金流		5276	2250	6072	2522	9272
流动资产		62265	73555	93428	111964	142434
非流动资产		84255	98775	119279	165882	176292
总资产		146520	172330	212707	277846	318726
流动负债		45387	46609	53749	73925	71811
非流动负债		14255	21089	33302	35577	47833
总负债		59642	67699	87051	109503	119644
资产负债率		40.7%	39.3%	40.9%	39.4%	37.5%
净现比		0.96	1.16	0.92	0.86	1.22

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

\*计算研发费用率时未计入康哲药业

**表8：制药公司核心经营数据（2019年，百万元）**

证券简称	营业收入		归母净利润		费用率					毛利率		归母净利率		ROE
	2019	增速	2019	增速	销售	管理	研发	财务	期间	2019	变动	2019	变动	
翰森制药	8683	12.4%	2557	34.3%	37.6%	8.9%	12.9%	0.0%	59.4%	91.6%	-0.6pct	29.4%	4.8pct	33.0%
中国生物	24234	16.0%	3132	10.6%	38.4%	10.7%	9.9%	0.9%	59.9%	79.7%	-0.2pct	12.9%	-0.7pct	9.0%
石药集团	22103	24.8%	3714	20.6%	39.4%	3.4%	9.1%	0.1%	51.9%	72.0%	5.8pct	16.8%	-0.6pct	22.0%
复星医药	28389	14.9%	3322	22.7%	34.7%	9.3%	7.2%	3.8%	55.0%	59.3%	1.3pct	11.7%	0.7pct	11.1%
丽珠医药	9276	6.1%	1303	20.4%	33.3%	6.8%	7.9%	0.1%	48.1%	63.4%	1.9pct	14.0%	1.7pct	11.9%
康哲药业	6074	11.8%	1961	6.0%	31.9%	4.1%	0.0%	0.9%	37.0%	74.9%	2.8pct	32.3%	-1.8pct	22.0%
三生制药	5318	16.0%	974	-23.8%	36.6%	12.7%	9.9%	2.1%	61.2%	82.6%	1.7pct	18.3%	-9.6pct	10.7%
远大医药	6591	10.6%	1151	61.5%	32.7%	9.0%	0.0%	2.1%	43.9%	61.3%	8.3pct	17.5%	5.5pct	14.8%
石四药集团	4636	10.9%	1136	24.6%	27.2%	8.2%	0.0%	1.2%	36.6%	62.1%	-0.3pct	24.5%	2.7pct	24.6%
昊海生科	1595	3.2%	371	-10.6%	34.0%	16.8%	7.3%	0.3%	58.4%	77.2%	-1.2pct	23.2%	-3.6pct	8.2%
东阳光药	6224	147.9%	1919	103.6%	37.9%	8.2%	2.6%	3.3%	52.0%	85.2%	1.1pct	30.8%	-6.7pct	48.9%
绿叶制药	6358	22.9%	1469	12.7%	31.9%	8.3%	9.1%	4.3%	53.6%	76.7%	-1.5pct	23.1%	-2.1pct	17.2%
联邦制药	8393	11.7%	642	-6.0%	17.5%	8.8%	4.4%	3.3%	34.0%	43.1%	2.5pct	7.6%	-1.4pct	10.0%
四环医药	2887	-1.0%	-2753	-270%	8.6%	16.6%	21.9%	0.2%	47.3%	79.5%	-2.1pct	-95.4%	-150pct	-24.9%
山东新华	5548	-1.0%	300	17.5%	14.2%	5.8%	4.2%	1.0%	25.3%	32.7%	3.7pct	5.4%	0.1pct	10.6%
亿胜生物	1279	8.8%	303	30.9%	49.4%	6.4%	0.0%	0.5%	56.3%	80.8%	-2.0pct	23.6%	4.0pct	28.5%
李氏大药厂	1219	7.1%	126	-70.0%	20.1%	19.1%	12.3%	0.5%	52.0%	65.5%	-0.1pct	10.3%	-26pct	5.6%

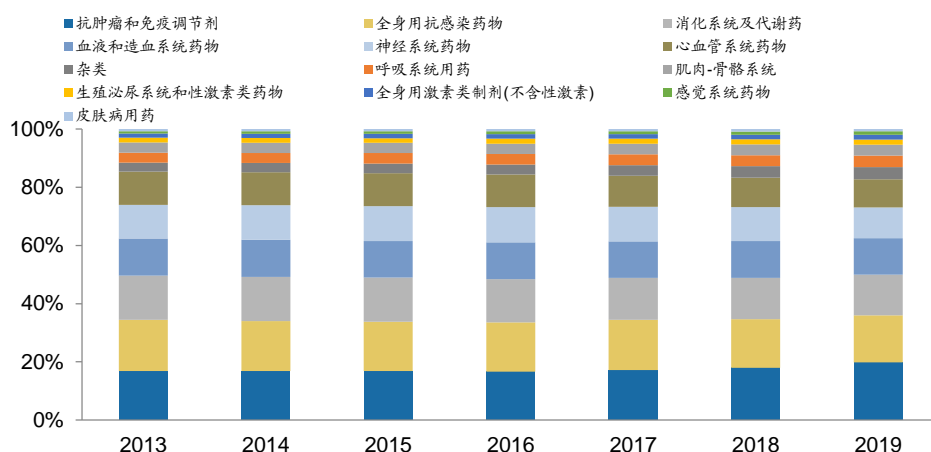
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

\*三生制药亏损由于股权激励费用；四环医药和李氏大药厂由于资产减值

**药品市场整体增速温和，结构调整仍在持续。**根据南方所统计的数据显示，2019年我国药品市场终端销售额增速下滑至4.8%；从重点城市公立医院药销售额数据来看，占比超过10%的药品大类依次为抗肿瘤和免疫调节剂、全身用抗感染药物、消化系统及代谢药、血液和造血系统药物、神经系统药物；药品大类上的结构调整在缓慢变化，治疗性专科用药占比逐步提升，与人口结构和疾病谱系变化趋势一致。各大类药品增速变化上，其中抗肿瘤和免疫调节剂2019年增速16.37%，增速逐年提升，且较2018年提升7.6pct；一方面来自于我国相关疾病发病率提升及诊疗可及性提高，另一方面供给端新产品更新较快且种类较多，同时医保及时调整为此类药品销售额高增速提供最后的关键助力。

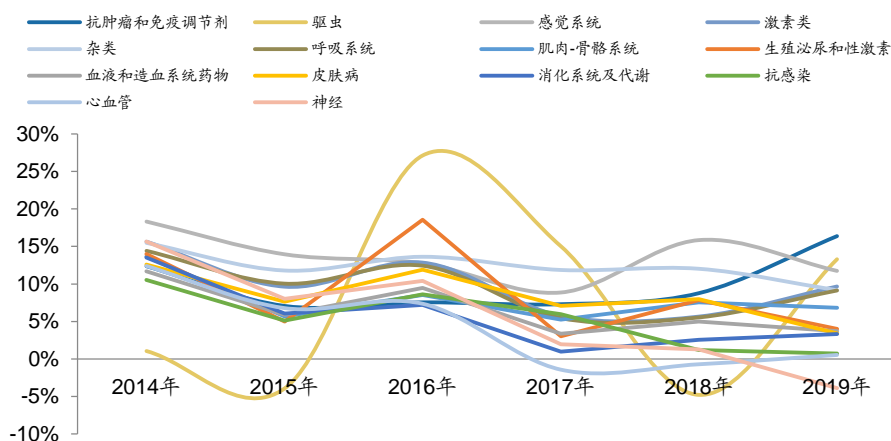
我们预计中长期国内药品市场整体需求量的增长将会保持在5%-10%水平。从各治疗大类结构上分析，慢性疾病、老年性疾病治疗性品种占比提升；在医保局统筹下，用药逐步趋向合理化、科学化，制剂产品的核心竞争力高临床价值和高壁垒归位。

图24：我国重点城市公立医院药品销售额大类结构变化



数据来源：南方所、广发证券发展研究中心

图25：我国重点城市公立医院药品大类销售额增速



数据来源：南方所、广发证券发展研究中心

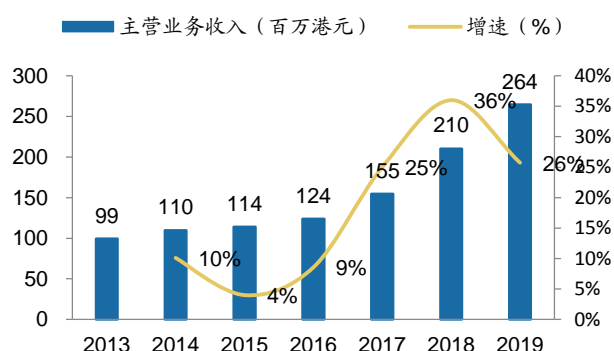
### 石药集团：肿瘤药增长强劲，持续稳健成长可期

石药集团2019年实现收入221亿元，同比增长24.8%，毛利159.1亿元，同比增长35.6%，归母净利润37.14亿元，同比增长20.6%，业绩持续稳健增长。以肿瘤药为代表的创新药收入占比的提高使得公司产品结构不断优化、毛利率不断提升，归母净利润增速低于收入和毛利增速主要由于研发开支的不断加大。

创新药增长强劲，恩必普和抗肿瘤产品表现靓丽。成药收入179.37亿元（+32.8%），其中创新药收入129.75亿元（+48.4%），占比提升至58.7%（+9.4pct）。恩必普和抗肿瘤产品维持强劲增长，分别增长35.8%和148.8%。普药收入49.62亿元（+4.2%），全国集采有望使公司氯吡格雷等产品迅速进入市场，提高普药增速。维生素C收入19.22亿元（+7.7%），抗生素收入8.79亿元（-19.1%），咖啡因及其他收入13.66亿元（+1.7%）。公司收入结构进一步优化。

在研创新产品布局完善，迎来阶段性研发收获期。公司依靠自研和引进不断丰富创新药管线，对于重点靶点的大分子和小分子创新药的布局趋于完善。当下公司重视成果转化，整体研发团队1800人，临床开发500人。预计新制剂产品两性霉素B、米托蒽醌脂质体（外周T细胞淋巴瘤）、伊利替康脂质体将于2020-2021年陆续上市。其他创新品种：PI3K抑制剂、HA121-28（广谱抗癌）、DBPR108（降糖）、RMX1002（脑瘤、神经疼痛）、CD20单抗、RANKL单抗、PD-1单抗等产品进展均值得期待。

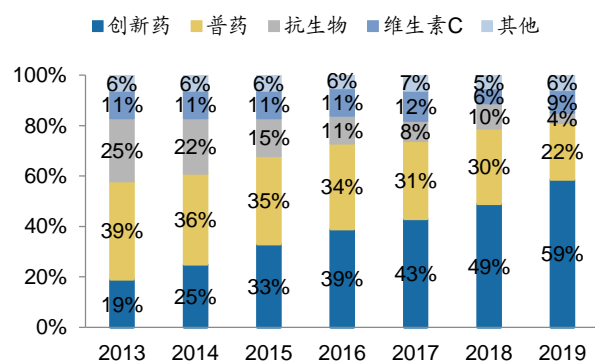
图26：石药集团收入增长（亿港元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

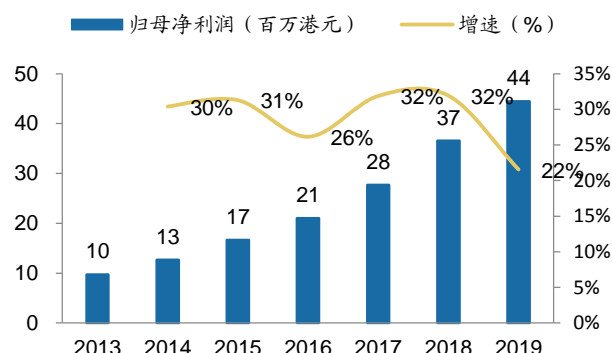
注：2019 年年报数据为人民币，按 0.8359 汇率换算为港元

图28：石药集团收入结构变化



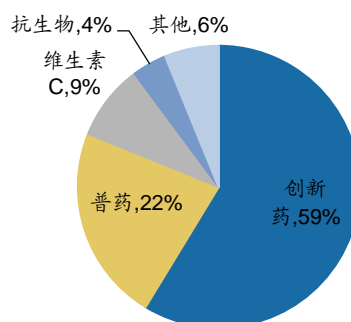
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图27：石药集团净利润增长（亿港元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图29：石药集团2019收入拆分



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心



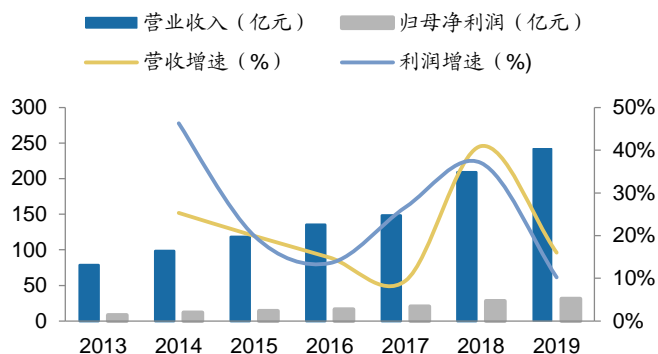
### 中国生物制药：集采品种承压，期待新品放量

**收入增长16.0%，调整后归母净利润增长10.2%，Q4业绩略逊于预期。**公司2019年收入242.3亿元，同比增长16.0%；调整后归母净利润31.3亿元（去除收购泰德产生的无形资产摊销费用和权益投资影响），同比增长10.2%；调整后每股盈利24.97分，同比增长8.7%；归母净利润27.1亿元，同比下降70.1%。公司2019年4季度的业绩略逊预期。4季度派息每股2港仙，全年合计派息每股8港仙。

**肿瘤增长强劲，集采品种承压，期待新品放量。**肿瘤领域收入54.28亿元（同比+70.3%），收入占比提升至22.4%（+7.1pct）。雷替曲赛（7.05亿元，同比+37.5%），达沙替尼（2.25亿元，同比+36.8%），硼替佐米（1.67亿元，同比+125.7%）等产品增长显著。考虑来那度胺、硼替佐米、阿比特龙、吉非替尼、氟维司群等肿瘤新产品的上市及安罗替尼新适应症的拓展，2020年肿瘤板块有望维持高速增长，成为公司贡献收入和利润最高的领域。公司以恩替卡韦为代表的全国集采品种在2019年Q4承压，肝病领域单季度下滑约45%。但必须看到2020年以来公司已上市包括吸入用布地奈德混悬液等多个优质产品，新产品的销售有望弥补集采品种的下滑，并使公司产品结构不断优化。

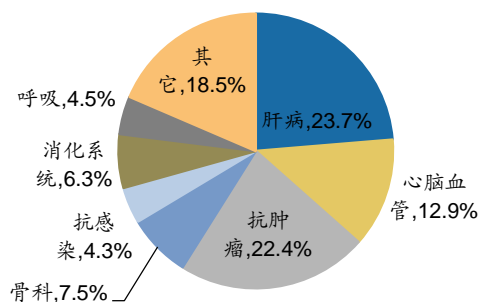
**迎来研发收获期，新产品支撑长期成长。**公司指引2020-2022年可获得新药品批件29/34/35个，数量位居上市公司第一，未来5年可推出10-20种1.1类创新药，超过10种生物药。不断批量上市的优质首仿药、难仿药和陆续上市的创新药将成为公司强者恒强的重要驱动力。

图30：中国生物制药收入和利润增长（亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图31：中国生物制药收入拆分（2019年）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### 翰森制药：迎来创新药研发收获期

2019年实现营收86.83亿元，同比增长12.4%，归母净利润25.57亿元，同比增长34.2%，每股盈利0.47元，同比增长22.6%。研发支出11.21亿元，同比增长27.2%，研发费用率12.9%。

#### 重要研发进展：

2019年5月，自主创新药长效GLP-1受体激动剂孚来美（聚乙二醇罗塞那肽注射

液) 获批上市, 用于糖尿病;

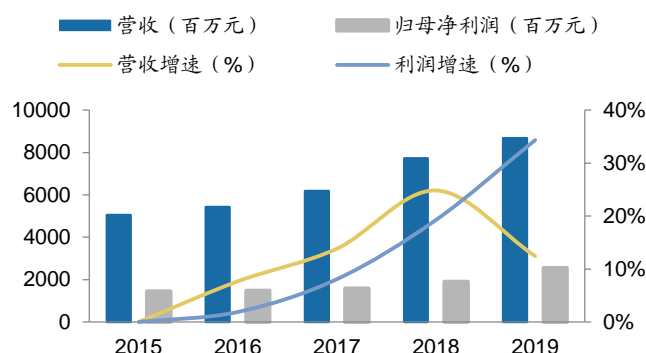
2019年11月, 自主研发的1.1类创新药豪森昕福(甲磺酸夫马替尼片)在中国获批上市, 用于治疗慢性髓性白血病。

2019年5月, 与Viela Bio签订CD19单抗inebilizumab在中国开发用于治疗视神经脊髓炎频谱系疾病(NMOSD)和其他自身免疫疾病、血液恶性肿瘤的合作。

**首仿批件:** 阿哌沙班片、维格列汀片、注射用福沙匹坦双葡甲胺、卡格列净片

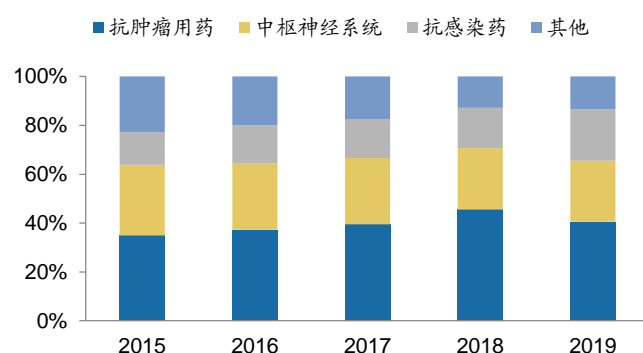
2020年3月, 1类创新药阿美乐(甲磺酸阿美替尼)取得药品注册批件, 为中国首个第三代表皮生长因子受体酪氨酸激酶抑制剂(EGFR-TKI)。阿美乐能够不可逆地、高选择性抑制EGFR敏感突变和T790M耐药突变, 不仅显示出良好的疗效和安全性, 且对脑转移的患者有效, 用于既往经EGFR-TKI治疗进展, 且T790M突变阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌(NSCLC)成人患者的治疗。

图32: 翰森制药营收和利润增长(百万元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图33: 翰森制药营业收入结构变化



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## (二) Biotech 板块: 研发支出持续大幅增加, 部分公司迎来创新药收获期

2019年, 16家biotech港股上市公司实现主营收入71.96亿元, 同比增长119%, 收入主要来自百济神州合作收入和产品销售收入、信达生物、君实生物销售PD-1的收入以及金斯瑞生物科技CRO业务与来自强生的细胞治疗首付款及里程碑付款的摊销。信达生物和君实生物核心产品PD-1在2019年已贡献可观的收入, 创新研发布局较早的biotech龙头公司迎来创新药研发的收获期。16家公司研发支出合计151.02亿元(包括金斯瑞的研发支出及复宏汉霖资本化部分)。

2018年8月以来, 15家以创新药研发为主的biotech在港交所陆续上市, IPO募集资金合计367亿港元。这15家公司2018-2019年研发支出合计为97.2亿和138.04亿元(包括复宏汉霖资本化部分)。2019年以研发驱动的创新药biotech的研发支出仍然处于大幅上升中。

表9: biotech板块公司基本信息 (亿港元)

证券代码	证券简称	市值 (亿港元)	涨跌幅		上市日期	IPO 募集 (亿港元)	研发费用增速 (2019 年)	研发费用(百万元)	
			相对发行价	年初至今				2018	2019
06160.HK	百济神州	972.8	-10.3%	-3.4%	2018-08-08	70.8	38.8%	4660	6469
01801.HK	信达生物-B	515.5	174.7%	45.2%	2018-10-31	38.0	6.0%	1222	1295
01877.HK	君实生物-B	373.3	93.0%	38.5%	2018-12-24	35.4	75.8%	538	946
06185.HK	康希诺生物-B	366.3	647.7%	170.1%	2019-03-28	13.6	33.5%	114	152
01548.HK	金斯瑞生物科技	261.1	956.5%	-23.0%	2015-12-30	6.0	155.3%	508	1298
02696.HK	复宏汉霖-B	247.8	-8.1%	13.0%	2019-09-25	34.3	66.4%	365	608
09926.HK	康方生物-B	199.9	61.9%	7.8%	2020-04-24	25.8	91.4%	161	308
09966.HK	康宁杰瑞制药-B	157.1	66.7%	17.6%	2019-12-12	21.0	154.0%	66	167
09969.HK	诺诚健华-B	184.6	60.0%	46.0%	2020-03-23	25.8	42.3%	150	213
02616.HK	基石药业-B	82.4	-33.3%	-24.7%	2019-02-26	25.7	64.2%	850	1396
02181.HK	迈博药业-B	42.5	-31.3%	-3.7%	2019-05-31	11.8	50.8%	89	134
06855.HK	亚盛医药-B	68.9	-3.5%	10.0%	2019-10-28	4.8	85.9%	250	464
02552.HK	华领医药-B	31.6	-63.8%	-40.0%	2018-09-14	8.9	19.6%	269	322
01672.HK	歌礼制药-B	30.9	-80.1%	-7.0%	2018-08-01	31.4	-12.2%	143	126
03681.HK	中国抗体-B	32.2	-57.9%	-12.6%	2019-11-12	13.8	353.3%	47	214
01875.HK	东曜药业-B	23.8	-36.3%	-5.0%	2019-11-08	5.9	1.3%	189	191
合计		3,590.7				373.0	48.7%	9,621	14,303

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

\*复宏汉霖包括资本化在内 2018-2019 年研发支出 927.5 及 1406.8 百万元

表10: biotech板块核心经营数据 (百万元)

	2016	2017	2018	2019
总营业收入	887	2,829	3,205	7,145
主营收入	886	2,826	3,182	7,113
增速 (%)		219%	13%	124%
营业成本	274	366	718	1,496
毛利	572	2,382	2,441	5,545
毛利率 (%)	64.6%	84.3%	76.7%	78.0%
其他收入-经营	1	2	24	32
销售费用*	288	609	1,862	4,881
销售费用率 (%)	32.6%	21.5%	58.5%	68.6%
管理费用	413	738	1,415	2,278
管理费用率 (%)	46.7%	26.1%	44.5%	32.0%
研发费用	1,880	3,936	9,621	14,303
含资本化的研发费用	1,880	4,316	10,228	15,102
研发费用去掉金斯瑞	1,815	4,198	9,720	13,804
营业利润	-1,908	-2,714	-10,435	-16,968
利息支出	74	206	182	164
利息收入	14	34	252	571
权益性投资损益	0	0	-1	-16
其他非经营性损益	105	152	322	271

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

非经常项目前利润	-1,863	-2,734	-10,044	-16,306
非经常项目损益	-312	-400	-8,943	-3,004
除税前溢利	-2,175	-3,134	-18,987	-19,310
所得税	42	285	-96	56
合并净利润	-2,217	-3,419	-18,891	-19,366
归属母公司净利润 (含优先股股东)	-2,147	-3,032	-18,618	-19,188
归属母公司净利润	-2,018	-2,830	-17,342	-18,948
经营活动现金流	-1,373	-1,889	-5,350	-12,001
投资活动现金流	-4,333	-4,340	-7,787	-4,550
筹资活动现金流	7,226	5,802	33,364	16,437
流动资产	8,476	13,794	38,130	39,870
非流动资产	3,209	5,638	10,663	16,597
总资产	11,685	19,432	48,792	56,468
流动负债	1,106	5,037	6,413	8,230
非流动负债	5,478	8,359	13,327	15,105
总负债	6,583	13,395	19,741	23,335
资产负债率	56.3%	68.9%	40.5%	41.3%
净现比	0.62	0.55	0.28	0.62

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

\*百济神州的销售和行政费用均计入销售费用, 故整体销售费用统计偏高

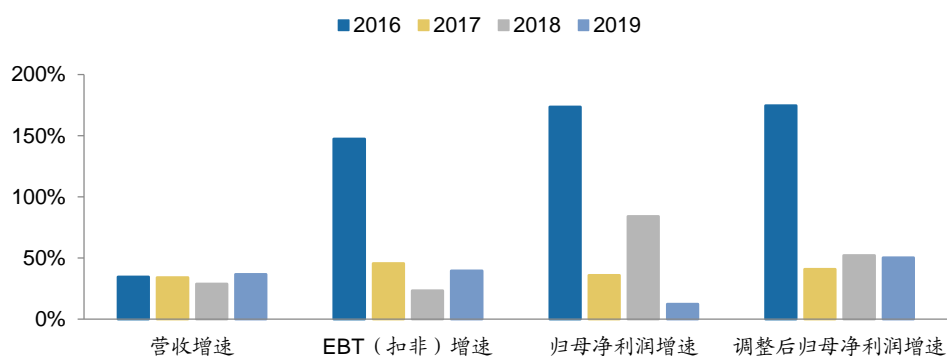
### (三) CRO 板块: 维持强劲增长, 利润率持续提升

2019年, 5家CRO/CDMO港股上市公司 (包含A+H上市公司) 合计实现主营收入216.4亿元, 同比增长36.6%。2017-2019年CRO/CDMO板块收入增速分别为33.9%/28.9%/36.6%, 持续维持高景气度。

2019年, 5家CRO/CDMO港股上市公司 (包含A+H上市公司) 合计实现调整后归母净利润46.27亿元, 同比增长50.3%。2017-2019年CRO/CDMO板块调整后归母净利润增速分别为40.9%/52.0%/50.3%。

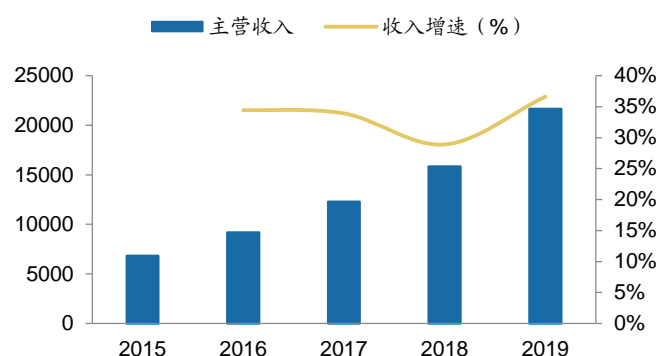
近3年以来CRO/CDMO公司调整后归母净利率不断提高, 显示出高技术壁垒可带来的高盈利能力。

图34: CRO/CDMO板块整体增长情况



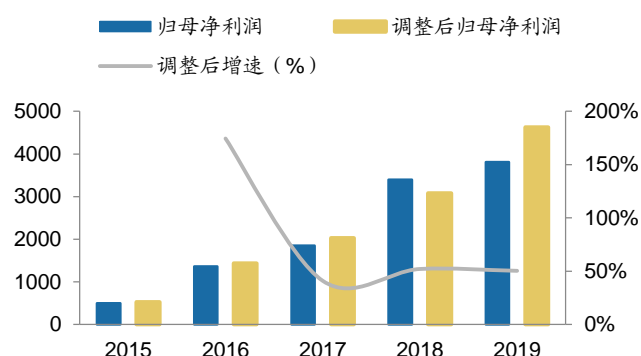
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图35: CRO板块主营收入增长 (百万元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图36: CRO板块归母净利润增长 (百万元)

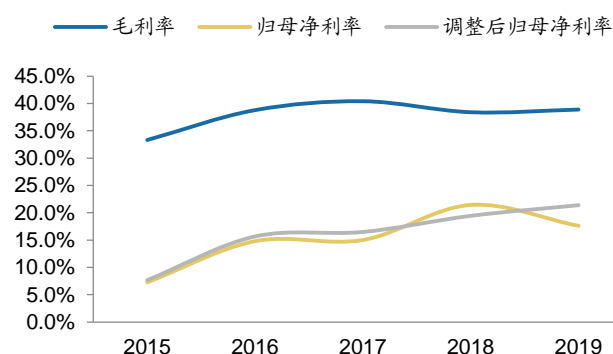


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

**费用率:** CRO板块的销售费用率和管理费用率呈现略微下降的趋势, 研发费用率有所提升, 整体来看期间费用率从2016年的20.1%降低至2019年的19.4%。

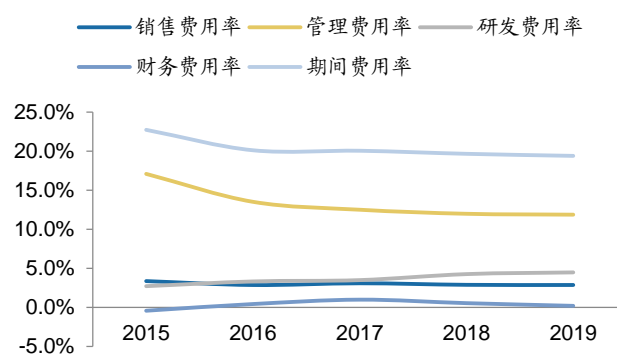
**利润率:** 毛利率较为稳定, CRO板块整体毛利率水平维持在38-40%, 由于期间费用率的降低, 板块调整后的归母净利率呈现持续上升趋势, 2016-2019年调整后的归母净利率分别为15.7%/16.5%/19.4%/21.4%。

图37: CRO板块利润率情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图38: CRO板块费用率情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表11: CRO/CDMO板块核心经营数据 (百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019
主营收入	6823	9173	12285	15837	21637
增速 (%)		34.4%	33.9%	28.9%	36.6%
营业成本	4550	5616	7321	9756	13224
毛利	2273	3557	4964	6081	8413
毛利率 (%)	33.3%	38.8%	40.4%	38.4%	38.9%
其他收入-经营	4	5	7	4	15
销售费用	229	262	379	457	619
销售费用率 (%)	3.4%	2.9%	3.1%	2.9%	2.9%
管理费用	1166	1240	1536	1898	2568
管理费用率 (%)	17.1%	13.5%	12.5%	12.0%	11.9%



研发费用	185	304	428	674	969
研发费用率 (%)	2.7%	3.3%	3.5%	4.3%	4.5%
营业利润	667	1736	2602	2980	4214
营业利润率 (%)	9.8%	18.9%	21.2%	18.8%	19.5%
利息支出	50	64	156	178	241
利息收入	79	25	35	93	200
权益性投资损益	-28	-42	-73	75	-29
其他非经营性损益	75	122	-362	196	79
非经常项目前利润	744	1777	2045	3165	4223
非经常项目损益	264	90	312	752	300
财务费用率 (%)	-0.4%	0.4%	1.0%	0.5%	0.2%
除税前溢利	1008	1867	2357	3917	4523
所得税	170	359	446	449	676
合并净利润	832	1504	1911	3468	3847
	12.2%	16.4%	15.6%	21.9%	17.8%
归属母公司净利润	497	1358	1845	3395	3810
增速 (%)		173.4%	35.9%	84.0%	12.2%
归母净利率 (%)	7.3%	14.8%	15.0%	21.4%	17.6%
调整后归母净利润	524	1437	2025	3079	4627
增速 (%)		174.5%	40.9%	52.0%	50.3%
调整后归母净利率 (%)	7.7%	15.7%	16.5%	19.4%	21.4%
经营活动现金流	1100	2190	2822	3246	4853
投资活动现金流	-1801	-1247	-4681	-6441	-10506
筹资活动现金流	1110	852	2098	10311	13497
流动资产	7506	8153	9856	19379	31065
非流动资产	4952	7733	12293	18545	29810
总资产	12458	15886	22149	37923	60875
流动负债	5270	5806	6563	6635	11051
非流动负债	367	1781	2475	2251	8052
总负债	5637	7587	9038	8886	19103
资产负债率 (%)	45.2%	47.8%	40.8%	23.4%	31.4%
净现比 (%)	2.21	1.61	1.53	0.96	1.27

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表12: CRO公司核心经营数据 (2019年, 百万元)

证券简称	营业收入		归母净利润		费用率					毛利率		归母净利率		ROE
	2019	增速	2019	增速	销售	管理	研发	财务	期间	2019	变动	2019	变动	2019
药明康德	12872	33.9%	1855	-18.0%	3.4%	11.7%	4.6%	1.0%	20.7%	38.9%	-0.4pct	14.4%	-9.1pct	10.6%
药明生物	3984	57.2%	1014	60.8%	1.9%	9.2%	6.5%	0.5%	18.2%	41.6%	1.5pct	25.4%	0.6pct	9.8%
康龙化成	3757	29.2%	547	62.8%	1.9%	14.0%	1.7%	2.2%	19.8%	35.4%	2.8pct	14.6%	3.0pct	10.9%
维亚生物	323	53.8%	266	193.6%	1.1%	15.9%	13.9%	0.7%	31.6%	48.2%	-2.0pct	82.3%	39.2pct	26.2%
方达控股*	100	20.8%	18	63.9%	3.8%	16.0%	1.5%	1.2%	22.5%	37.1%	-3.6pct	18.3%	4.8pct	12.0%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

\*方达控股原始报表为美元

## CRO/CDMO板块重点公司

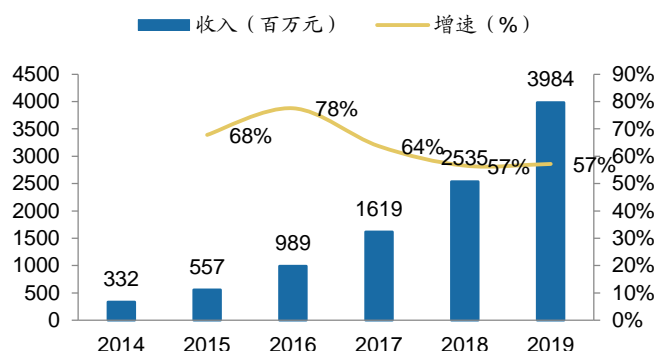
### 药明生物：业绩扎实，订单和产能扩张确保持续高成长

2019年收入39.84亿元，同比增长57.2%，其中IND前收入18.08亿元，增长24.6%，IND后收入21.52亿元，大增98.6%；毛利润16.59亿元，增长63.0%，归母净利润10.14亿元，增长60.8%，调整后归母净利润12.08亿元，增长60.8%。业绩扎实，符合预期。

**项目数和未完成订单增长强劲，全球新占比提高。**公司管线综合项目数增加至250个，全年新增高达59个，已有16个项目进入临床三期，其中2个项目已递交中国和美国BLA申请。项目中First-in-Class数量从2018年的51个提升至2019年的86个，占比从24.9%提升至34.4%。截至2020年3月，未完成订单总额跃升至79.26亿美元。WuxiBodyTM双抗平台认可度不断提高，合作项目提高到20个，潜在里程碑收入达到34亿美元，同比增长70%，将持续提高盈利能力。

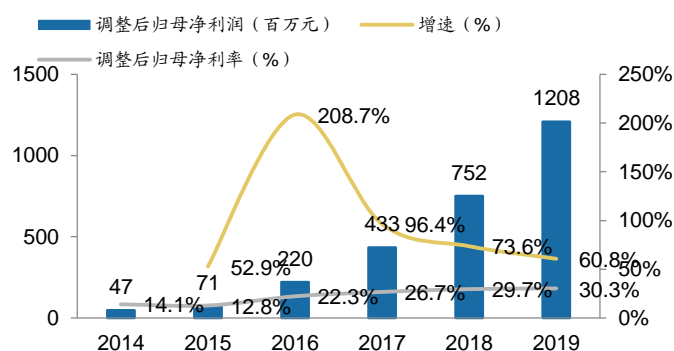
**产能和人才数量继续扩张，确保未来持续高增长。**2019年公司CAPEX 32亿元，总产能达到5.2万升，2020年预计CAPEX45亿元并规划于2022年全球产能达到28万升，打造覆盖5个国家的全球供应链。公司员工扩张至5666人，研发团队2477人，为业内规模最大的生物制药研发团队。产能和人才的扩张将为公司持续高增长提供支持。

图39：药明生物营收增长（百万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图40：药明生物调整后归母净利润情况（百万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

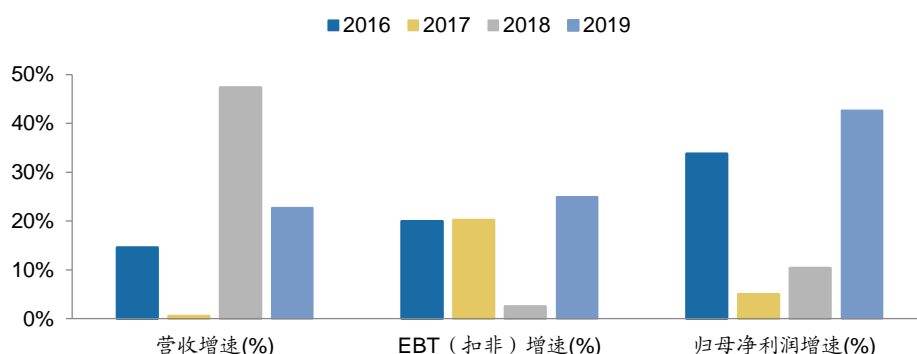
## （四）医疗器械板块：骨关节增长靓丽，长期成长性高

2019年，7家医疗器械港股上市公司合计实现主营收入189.7亿元，同比增长22.7%。2017-2019年医疗器械板块收入增速分别为0.6%/47.4%/22.7%，2017年收入基本持平主要由于威高剥离血透业务，2018年高增速主要由于威高收购爱琅和微创收购索林心率管理业务的并表所致。2019年，医疗器械板块国产骨科植入物领域增长靓丽，尤其是国产骨关节均取得高于50%的收入增速。

2019年，7家医疗器械港股上市公司合计实现归母净利润25.2亿元，同比增长42.6%。2017-2019年医疗器械板块归母净利润增速分别为5.0%/10.4%/42.6%（威高股份按照调整后的持续经营利润计算）。2019年器械板块威高股份、微创医疗、

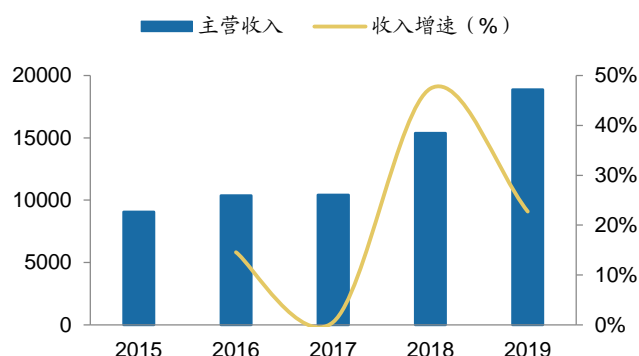
爱康医疗和春立医疗利润增速均高于收入增速。

图41：医疗器械板块整体增长情况



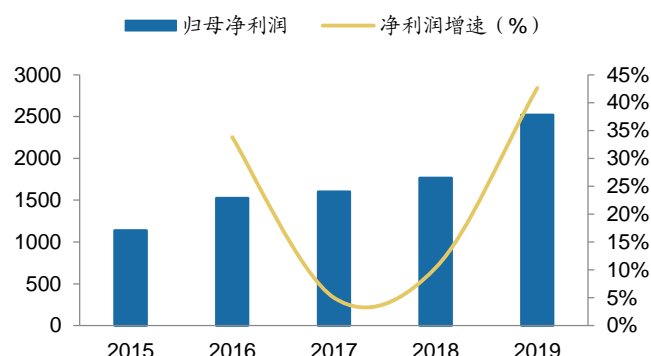
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图42：器械板块收入增长（百万元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图43：器械板块归母净利润增长（百万元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

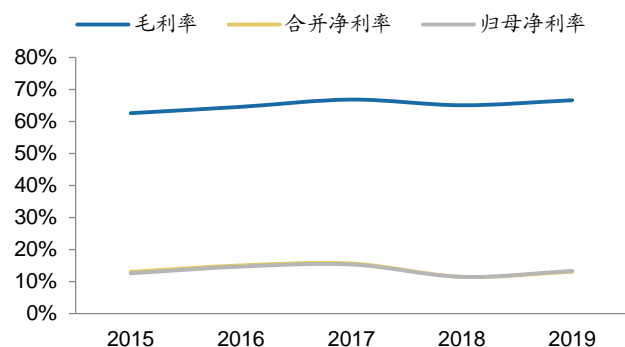
### 利润率和费用率：

器械板块销售费用率较为稳定，维持在28-20%，管理费用率在2018年有大幅增加主要由于威高收购爱琅带来的一次性摊销费用增加及先健科技的股权激励费用增加。研发费用呈现比较明显的上升趋势，研发费用率由2016年的7.4%提升至2019年的10.5%。财务费用率2018年起上升主要由于威高股份收购爱琅带来的债务增加。

器械板块毛利率维持在65%以上，2019年合并及归母净利率下降主要由于启明医疗尚处于较大的亏损状态且先健科技有一次性期权激励费用的计提，排除启明医疗以及先健科技股权激励费用计提的影响后，器械板块2018-2019年调整后归母净利率分别为14.0%/16.2%，呈现上升趋势。

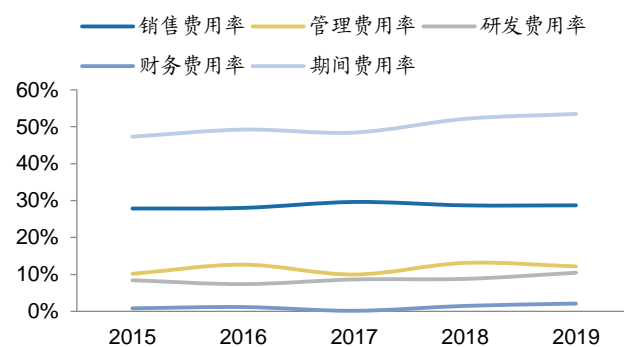
港股器械板块公司业务多聚焦在高值介入/植入耗材领域，具备高研发壁垒，业务成熟期时具备较好的竞争格局、高利润率和高ROE。目前以启明医疗-B和微创医疗子公司心通核心产品TAVR为代表的部分高值介入领域于中国市场处于发展早期，未来3-5年具备高成长性，利润释放可期。进口替代推动下行业增长提速的骨关节领域未来仍具备较强的需求和持续的高景气度。

图44: 器械板块利润率情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图45: 器械板块费用率情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表13: 医疗器械板块核心经营数据 (百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019
总营业收入	9065	10428	10545	15467	18984
主营收入	9053	10371	10429	15371	18865
增速 (%)		14.6%	0.6%	47.4%	22.7%
营业成本	3383	3670	3455	5363	6287
毛利	5670	6701	6974	10008	12578
毛利率 (%)	62.6%	64.6%	66.9%	65.1%	66.7%
其他收入-经营	12	57	117	96	120
销售费用	2522	2906	3091	4414	5418
销售费用率 (%)	27.9%	28.0%	29.6%	28.7%	28.7%
管理费用	922	1313	1041	2019	2299
管理费用率 (%)	10.2%	12.7%	10.0%	13.1%	12.2%
研发费用	764	766	902	1354	1974
研发费用率 (%)	8.4%	7.4%	8.7%	8.8%	10.5%
营业利润	1453	1768	2032	2206	2849
营业利润率 (%)	16.0%	17.0%	19.5%	14.4%	15.1%
利息支出	154	182	113	425	587
利息收入	78	61	96	196	189
权益性投资损益	-28	-27	-69	18	42
其他非经营性损益	-23	-120	-128	67	-29
非经常项目前利润	1326	1499	1819	2062	2463
非经常项目损益	100	386	195	167	721
财务费用率 (%)	0.8%	1.2%	0.2%	1.5%	2.1%
除税前溢利	1426	1885	2014	2229	3184
所得税	244	322	380	457	715
合并净利润	1182	1563	1634	1773	2469
合并净利率 (%)	13.1%	15.1%	15.7%	11.5%	13.1%
归属母公司净利润	1139	1524	1601	1767	2520

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

增速（%）		33.8%	5.0%	10.4%	42.6%
归母净利率（%）	12.6%	14.7%	15.4%	11.5%	13.4%
调整后归母净利润	1241	1490	1594	1842	2643
增速（%）		20.1%	7.0%	15.6%	43.5%
调整后归母净利率（%）	13.7%	14.4%	15.3%	12.0%	14.0%
调整后归母净利润（排除启明医疗）	1241	1490	1750	2142	3024
增速（%）		20.1%	17.5%	22.4%	41.1%
调整后归母净利率（%）	13.7%	14.4%	16.8%	14.0%	16.2%
经营活动现金流	1432	1926	2220	3130	2945
投资活动现金流	-441	-1378	-2575	-9060	-1356
筹资活动现金流	-571	518	653	5859	4627
流动资产	10712	12885	14044	17227	24453
非流动资产	9135	10707	11831	20462	22451
总资产	19847	23591	25875	37689	46905
流动负债	3330	4523	4136	7497	9171
非流动负债	2885	2654	2679	7805	8810
总负债	6215	7177	6815	15302	17981
资产负债率	31.3%	30.4%	26.3%	40.6%	38.3%
净现比	1.21	1.23	1.36	1.77	1.19

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

\*投资和筹资活动现金流 2019 年数据暂未计入威高股份

表14: 医疗器械公司核心经营数据 (2019年, 百万元)

证券简称	营业收入		归母净利润		费用率					毛利率		归母净利率		ROE
	2019	增速	2019	增速	销售	管理	研发	财务	期间	2019	变动	2019	变动	
威高股份	10364	17.7%	1845	25.3%	26.8%	9.5%	3.9%	3.8%	44.1%	62.8%	1.6pct	17.8%	1.1pct	12.0%
微创医疗	793	18.4%	46	93.5%	34.7%	15.0%	19.1%	2.9%	71.7%	71.1%	0.9pct	5.8%	2.3pct	6.0%
爱康医疗	927	54.3%	267	84.2%	18.9%	9.9%	8.7%	0.1%	37.6%	69.4%	1.3pct	28.8%	4.7pct	27.3%
启明医疗-B	233	102.2%	-381		53.4%	84.7%	86.0%	3.9%	227.9%	83.4%	-2.4pct			
春立医疗	850	72.7%	237	124.1%	26.6%	2.8%	6.8%	0.0%	36.1%	69.2%	5.8pct	27.9%	6.4pct	33.0%
先健科技	669	20.2%	129	6.7%	24.9%	19.8%	21.1%	3.0%	68.8%	80.0%	-1.8pct	19.3%	-2.4pct	10.8%
康德莱医械	286	41.1%	100	70.4%	8.4%	11.9%	10.7%	0.6%	31.7%	60.9%	2.6pct	34.8%	6.0pct	12.5%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

\*微创医疗财务数据货币单位为百万美元

### 医疗器械重点公司:

#### 微创医疗: 介入业务增长强劲, 业绩符合预期

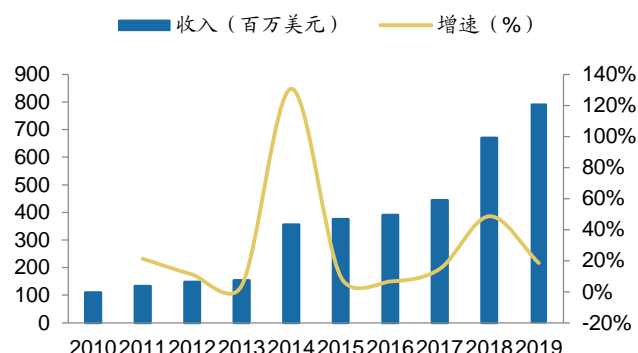
公司2019年实现收入7.93亿美元, 同比增长18.5% (剔除汇率影响增长22%); 毛利5.64亿美元, 同比增长20.1%; 净利润0.29亿美元, 同比增长57.8%; 归母净利润0.46亿美元, 同比增长93.5%, 每股盈利2.92美分。业绩符合预期。

介入业务和中国区业务增长强劲, 骨科美国逐步企稳。心血管介入收入2.65亿美元 (+35.5%)。其中, 国内冠脉支架增长32.8%, Firehawk™ (+51.6%), Firebird2™ (+22.9%); 海外收入1660万美元 (+72.4%), Firebird2™ (+186.9%), Firehawk™



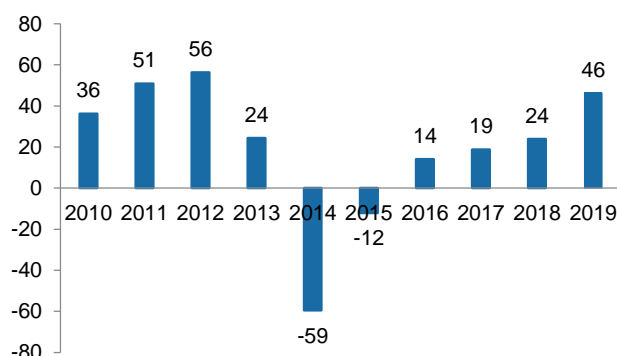
(+54.6%)。大动脉及外周血管介入收入4850万美元(+44.5%)，全线产品增长强劲。神经介入产品收入2763万美元(+55.6%)。VitaFlow™瓣膜系统2019年下半年推出，取得收入312万美元，预计2020年将维持强劲增长。骨科业务收入2.32亿美元(-0.2%)。其中，国际收入2.06亿美元(-4.7%)，下降主要由于全球价格下行及2018年失去美国主要经销商的延续影响。2019年下半年，美国骨科业务逐步企稳，收入基本持平且环比上升5.4%。中国骨科业务收入2650万美元(+57.1%)。2019年为公司骨科国产化的元年，随着产品线获证的齐全，有望受益国内进口替代和渗透率的提升。心律管理收入2.09亿美元，其中国际2.01亿美元，中国800万美元，创领心律的国产起搏器2019年高速增长。

图46：微创医疗收入增长（百万美元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

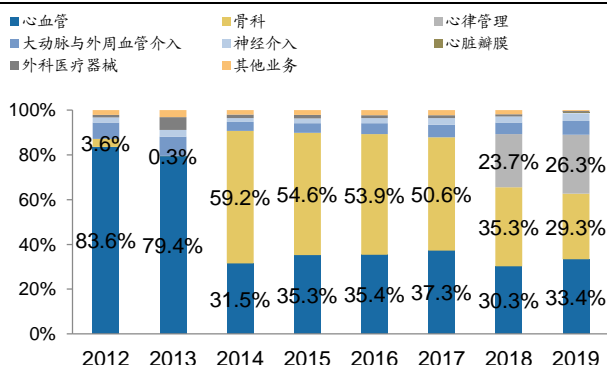
图47：微创医疗归母净利润情况（百万美元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

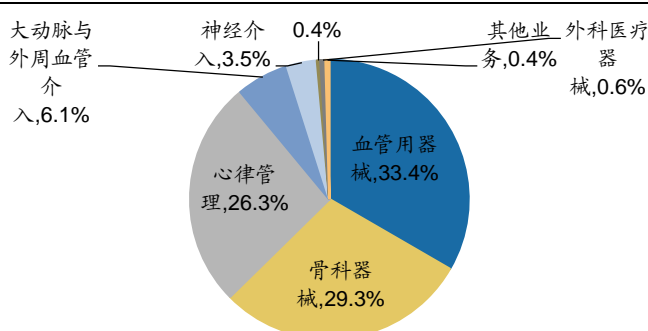
从各领域收入和增长来看，由于2019年心律管理业务全年并表，心律管理收入占比提升至26.3%。由于心血管业务收入增速较快，占比提升至33.4%。

图48：微创医疗收入结构变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图49：微创医疗收入结构（2019年）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### 爱康医疗：收入持续高增长，规模效应和结构优化提升盈利能力

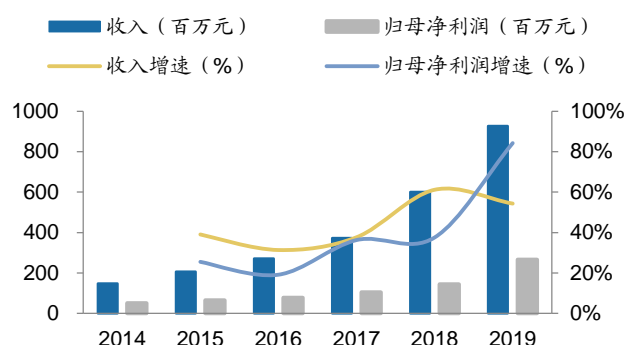
2019年公司实现收入9.27亿元，同比增长54.3%，其中髋关节收入5.44亿元，同比增长54.7%，膝关节收入2.3亿元，同比增长58.3%，3D打印产品收入1.23亿元，同比

增长76.5%；毛利润6.43亿元，同比增长57.3%，归母净利润2.67亿元，同比增长84.2%，业绩符合预期。

**行业高景气度和市场份额的开拓助力高增长。**公司的高增长来自：（1）骨关节置换手术于中国需求旺盛，随着支付能力和可开展手术医院/医生数量的提高，中国骨关节置换行业增长提速。随着国产技术水平的提高，进口替代趋势显著且可持续；（2）不断开拓市场，提高份额：公司通过独具特色和优势的3D打印技术和3D ACT平台树立品牌形象获取额外市场份额，同时利用收购JRI后的国际资源积极开拓市场；（3）收入结构优化：高端产品占比的提高使得公司产品平均单价持续提高。

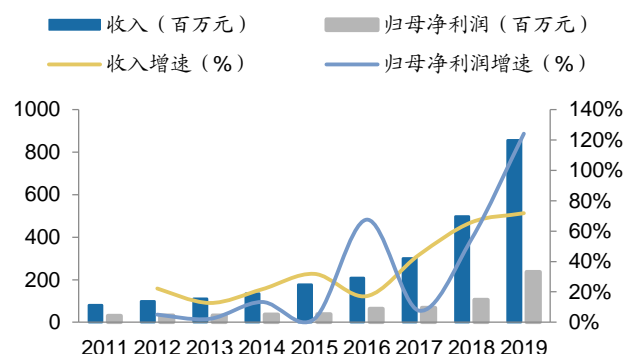
**规模效应、成本控制和结构优化带来盈利能力的提高。**随着收入的持续高增长，规模效应开始体现，毛利率提升1.3pct至69.4%。由于收入的增长高于销售费用和管理费用的增长，销售费用率和管理费用率均呈下降趋势，研发费用率提升1.1pct至8.7%。整体期间费用率同比下降3pct至36.9%，归母净利率同比提高4.7pct至28.8%。归母净利率的提高也使得ROE上升至27.3%，公司整体盈利能力提升。

图50：爱康医疗收入和归母净利润（百万元）



数据来源：爱康医疗财报、广发证券发展研究中心

图51：春立医疗收入和归母净利润（百万元）



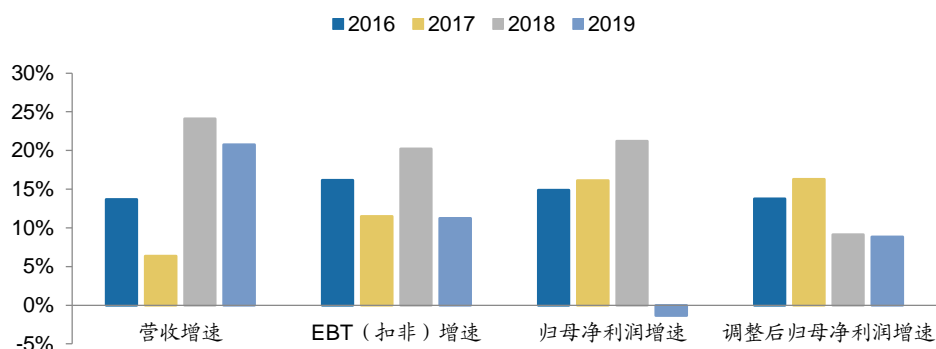
数据来源：春立医疗财报、广发证券发展研究中心

### （五）工商综合体板块：外延推动收入增长，利润受减值影响

2019年，4家医药工商综合体港股上市公司（包括A+H上市）实现主营收入8614亿元，同比增长20.8%。2017-2019年工商综合体板块收入增速分别为6.4%/24.1%/20.8%，2018和2019年的提速主要由于白云山的外延推动。

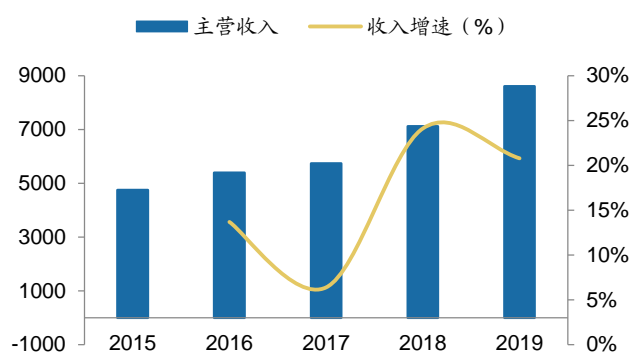
2019年，4家医药工商综合体港股上市公司（包括A+H上市）实现归母净利润165亿元，同比减少1.4%，2017-2019年工商综合体板块归母净利润增速分别为16.1%/21.2%/-1.4%。2019年下滑明显主要由于白云山和上海医药非经收益减少及华润医药商誉减值和子公司东阿阿胶的亏损。调整后归母净利润（使用白云山和上海医药的扣非归母净利润数据）2017-2019年增速为16.3%/9.1%/8.8%，2019年增速放缓主要由于华润医药商誉减值及子公司东阿阿胶的亏损。

图52: 工商综合体板块增速情况



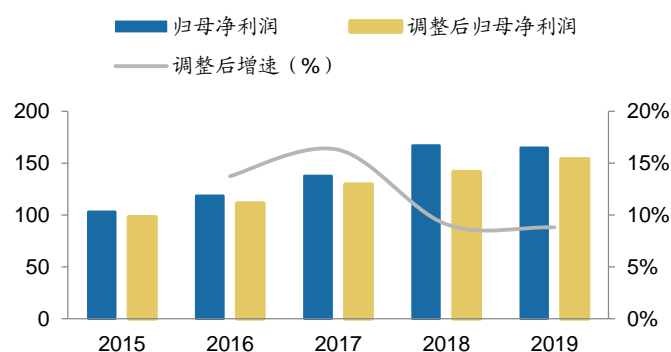
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图53: 工商综合体板块主营收入增长（亿元）



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图54: 工商综合体板块归母净利润增长（亿元）

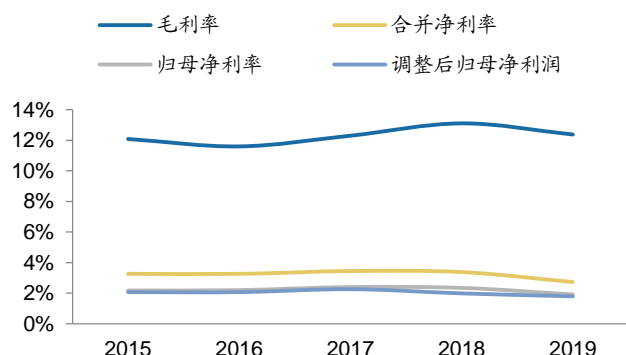


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### 利润率和费用率:

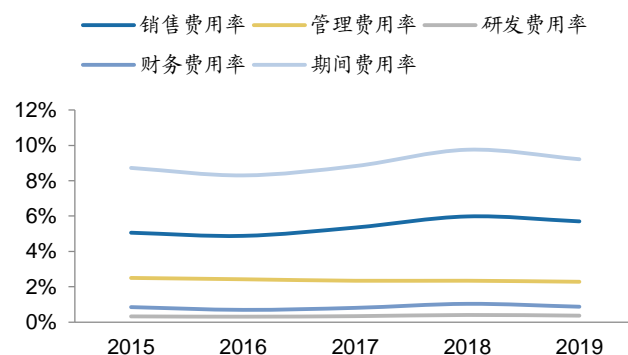
工商综合体板块2016-2018年毛利率呈现上升趋势, 2019年略有降低, 整体期间费用率在2019年有所下降。归母净利率受到华润医疗减值影响而下降。

图55: 工商综合体板块利润率情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图56: 工商综合体板块费用率情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表15: 工商综合体板块核心经营数据 (百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019
主营收入	474333	539173	573536	711787	859638
增速 (%)		13.7%	6.4%	24.1%	20.8%
营业成本	416988	476605	502949	618452	753181
毛利	57345	62568	70586	93335	106457
毛利率 (%)	12.1%	11.6%	12.3%	13.1%	12.4%
其他收入-经营	841	1157	1185	1653	1800
销售费用	23985	26303	30674	42555	48986
销售费用率 (%)	5.1%	4.9%	5.3%	6.0%	5.7%
管理费用	11849	13068	13415	16651	19607
管理费用率 (%)	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
研发费用	1527	1650	1927	2864	3135
研发费用率 (%)	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
营业利润	21093	23348	26682	33317	36941
营业利润率 (%)	4.4%	4.3%	4.7%	4.7%	4.3%
利息支出	4459	4316	5360	8394	8567
利息收入	444	585	745	1041	1086
权益性投资损益	1037	1423	1392	2242	1921
其他非经营性损益	-115	-209	-16	-708	-1405
非经常项目前利润	18001	20831	23444	27499	29976
非经常项目损益	1953	1872	1601	2170	122
财务费用率 (%)	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%	0.9%
除税前溢利	19954	22703	25045	29669	30098
所得税	4452	5085	5260	5586	6640
合并净利润	15502	17618	19785	24082	23459
合并净利率 (%)	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%	2.7%
归属母公司净利润	10326	11863	13774	16694	16466
增速 (%)		14.9%	16.1%	21.2%	-1.4%
归母净利率 (%)	2.2%	2.2%	2.4%	2.3%	1.9%
调整后归母净利润	9808	11156	12973	14155	15404
增速 (%)		13.7%	16.3%	9.1%	8.8%
归母净利率 (%)	2.1%	2.1%	2.3%	2.0%	1.8%
经营活动现金流	21131	16606	9203	17693	35461
投资活动现金流	-7455	-6320	-14297	-20876	-11271
筹资活动现金流	-7743	5342	9593	20520	-27877
流动资产	256585	296448	329614	453433	493161
非流动资产	78420	89755	96960	115125	140868
总资产	335004	386203	426574	568558	634029
流动负债	201445	211770	245459	346296	377964
非流动负债	17030	26839	18130	31374	41421
总负债	218475	238609	263589	377670	419384
资产负债率	65.2%	61.8%	61.8%	66.4%	66.1%

净现比	1.36	0.94	0.47	0.73	1.51
-----	------	------	------	------	------

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表16: 工商综合体板块公司核心经营数据 (2019年, 百万元)

证券简称	营业收入		归母净利润		费用率					毛利率		归母净利率		ROE
	2019	增速	2019	增速	销售	管理	研发	财务	期间	2019	变动	2019	变动	2019
国药控股	425273	23.4%	6253	7.2%	3.0%	1.6%	0.0%	0.8%	5.4%	8.8%	-0.2pct	1.5%	-0.2pct	13.9%
白云山	64654	54.0%	3189	-7.3%	9.9%	3.1%	0.9%	0.6%	14.4%	19.4%	-3.9pct	4.9%	-3.3pct	13.9%
上海医药	186566	17.3%	4081	5.2%	6.9%	3.2%	0.0%	0.8%	10.9%	13.9%	0.2pct	2.2%	-0.3pct	10.1%
华润医药	204454	7.8%	3286	-18.6%	9.3%	2.5%	0.6%	1.8%	14.2%	16.6%	-1.8pct	1.6%	-0.5pct	8.2%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

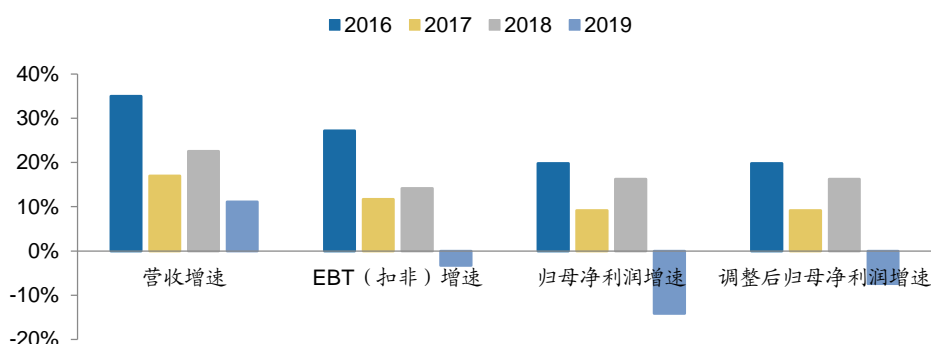
### (六) 中药板块: 增长乏力, 利润下滑

2019年, 5家中药港股上市公司合计实现主营收入245.2亿元, 同比增长11.1%。

2017-2019年中药板块收入增速分别为17.0%/22.5%/11.1%。

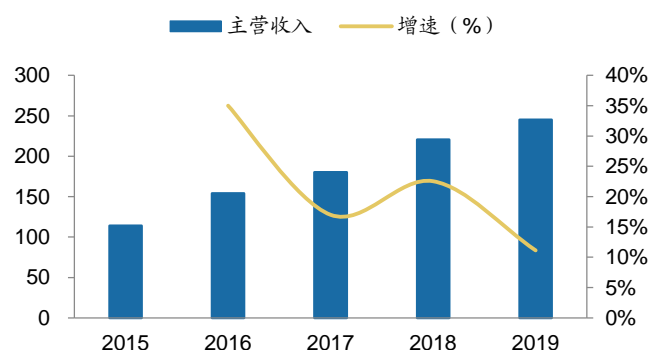
2019年, 5家中药港股上市公司合计实现归母净利润30.87亿元, 同比下滑14.2%, 排除康臣药业资产减值影响后下滑7.4%。2017-2019年中药板块归母净利润增速分别为9.1%/16.3%/-14.2%。

图57: 中药板块整体增长情况



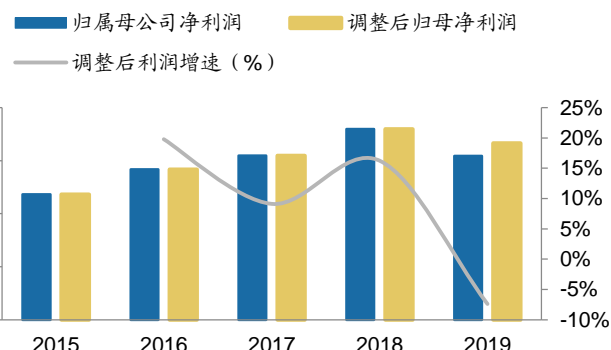
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图58: 中药板块主营收入增长 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图59: 中药板块归母净利润增长 (亿元)

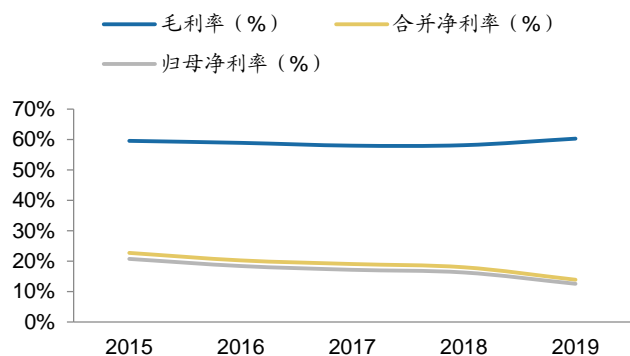


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### 利润率和费用率：

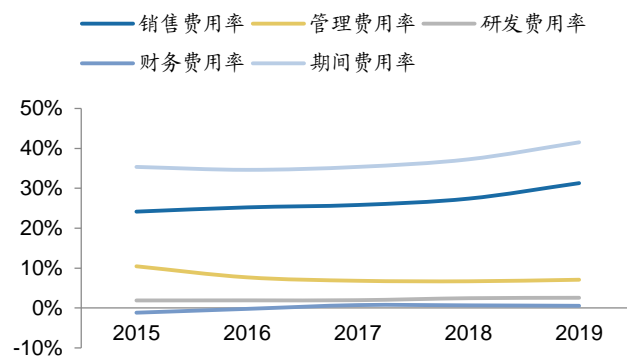
中药板块2017-2019年毛利率呈现略微上升趋势，由2017年的58%提高至2019年的60.3%，主要与产品终端提价以及生产的规模优势有关。期间费用率随着销售费用率的提高而提高明显，2017-2019年销售费用率由25.8%提升至31.3%，期间费用率由35.4%提升至41.5%。费用率的上升使得合并净利率和归母净利率有所下降。

图60：中药板块利润率情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图61：中药板块费用率情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表17：中药板块核心经营数据（百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019
总营业收入	11412	15396	18009	22110	24533
主营收入	11395	15385	18001	22059	24515
增速 (%)		35.0%	17.0%	22.5%	11.1%
营业成本	4608	6323	7562	9232	9734
毛利	6787	9062	10439	12827	14780
毛利率 (%)	59.6%	58.9%	58.0%	58.1%	60.3%
其他收入-经营	17	11	8	51	18
销售费用	2753	3881	4649	6047	7672
销售费用率 (%)	24.2%	25.2%	25.8%	27.4%	31.3%
管理费用	1192	1183	1230	1479	1739
管理费用率 (%)	10.5%	7.7%	6.8%	6.7%	7.1%
研发费用	217	296	355	544	630
研发费用率 (%)	1.9%	1.9%	2.0%	2.5%	2.6%
营业利润	2785	3663	4256	4867	4700
营业利润率 (%)	24.4%	23.8%	23.6%	22.1%	19.2%
利息支出	73	86	258	335	378
利息收入	206	118	125	186	240
权益性投资损益	-14	-1	2	-8	-8
其他非经营性损益	56	99	82	45	-1



非经常项目前利润	2960	3793	4207	4755	4553
非经常项目损益	203	109	170	226	-81
财务费用率 (%)	-1.2%	-0.2%	0.7%	0.7%	0.6%
除税前溢利	3163	3902	4377	4981	4472
所得税	548	662	800	878	874
合并净利润	2591	3120	3436	3975	3412
增速 (%)		20.4%	10.1%	15.7%	-14.2%
合并净利率 (%)	22.7%	20.3%	19.1%	18.0%	13.9%
归属母公司净利润	2367	2835	3094	3597	3087
增速 (%)		19.8%	9.1%	16.3%	-14.2%
归母净利率 (%)	20.8%	18.4%	17.2%	16.3%	12.6%
调整后归属母公司净利润	2367	2835	3094	3597	3331
增速 (%)		19.8%	9.1%	16.3%	-7.4%
归母净利率 (%)	20.8%	18.4%	17.2%	16.3%	13.6%
经营活动现金流	2045	3476	3050	3969	3882
投资活动现金流	-8276	-3206	-504	-3018	-220
筹资活动现金流	7573	1112	262	452	-2638
流动资产	17900	21934	26941	31333	32885
非流动资产	16281	18618	19365	22132	23709
总资产	34181	40552	46306	53465	56594
流动负债	6453	6137	7899	12028	15586
非流动负债	2206	6094	8066	5737	3982
总负债	8659	12231	15966	17765	19568
资产负债率	25.3%	30.2%	34.5%	33.2%	34.6%
净现比	0.79	1.11	0.89	1.00	1.14

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表18: 中药板块公司核心经营数据 (2019年, 百万元)

证券简称	营业收入		归母净利润		费用率					毛利率		归母净利率		ROE
	2019	增速	2019	增速	销售	管理	研发	财务	期间	2019	变动	2019	变动	2019
中国中药	14321	27.2%	1588	10.4%	35.7%	4.8%	3.2%	2.1%	45.8%	59.9%	4.9pct	11.1%	-1.7pct	9.9%
同仁堂国药	1433	-5.4%	556	-4.2%	13.9%	11.5%	0.0%	0.3%	25.6%	70.7%	-0.5pct	38.8%	0.5pct	20.0%
同仁堂科技	4476	-11.5%	418	-38.4%	16.1%	8.9%	0.0%	0.9%	25.9%	45.9%	-2.1pct	9.3%	-4.1pct	7.7%
神威药业	2706	5.3%	503	-0.5%	41.6%	10.2%	3.8%	0.1%	55.6%	73.2%	0.2pct	18.6%	-1.1pct	8.7%
康臣药业	1728	-6.3%	80	-82.8%	31.2%	13.4%	0.0%	1.7%	46.3%	73.0%	-2.1pct	4.6%	-20.6pct	3.8%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

\*同仁堂国药收入为港元, 康臣药业 2019 年有资产减值

### 中药板块重点公司:

#### 中国中药: 销售费用大增, 静待利润拐点

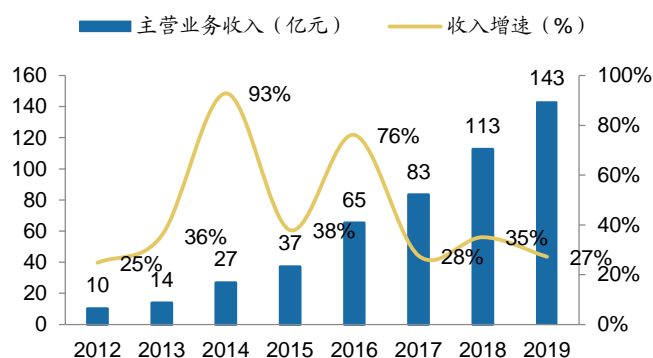
2019年中国中药实现营收143.21亿元, 同比增长27.2%; 毛利润85.76亿元, 同比增长38.5%; 经调整EBITDA 30.03亿元, 同比增长13.4%; 合并净利润17.73亿元, 同比增长13.2%; 归母净利润15.88亿元, 同比增长10.4%。期末派息每股股息4.76港

仙，派息率约30%。收入增速符合预期，净利润增速低于预期。

**中药配方颗粒收入高速增长持续，利润受销售费用和其他费用分担影响。**核心业务中药配方颗粒维持强劲增长，实现收入92.27亿元，同比增长29.3%；毛利润62.04亿元，同比增长45.4%；净利润15.49亿元，同比增长20.4%。自国药集团收购天江药业之后，颗粒业务步入高速成长期，增长快速，16-19年收入增速22%/26%/30%/29%。公司持续加大市场开拓和配药机的投入，2019年新增配药机超过1300台，预计累计配药机数量超过6400台，先发优势不断加强。

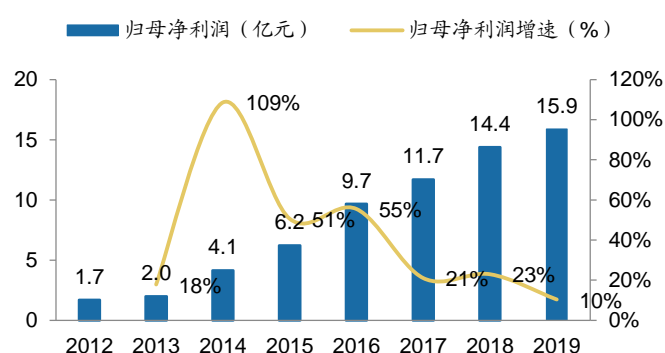
**饮片业务整装出发，后续稳健成长可期。**中药饮片业务实现收入12.97亿元，同比增长1.7%，毛利润2.01亿元，同比减少3.5%，净利润0.24亿元，同比减少66.1%。饮片业务收入的减少主要因为：（1）公司优化业务结构，放弃部分低毛利率业务，影响收入1.86亿元；（2）新建饮片厂初期主要以内部供应为主，2019年对内销售7.15亿元，2018年为1.75亿元。饮片行业在享受政策扶持的同时，对品质的监管也趋严，公司饮片业务有望受益行业集中度提升。

图62：中国中药主营业务收入及增速（亿元）



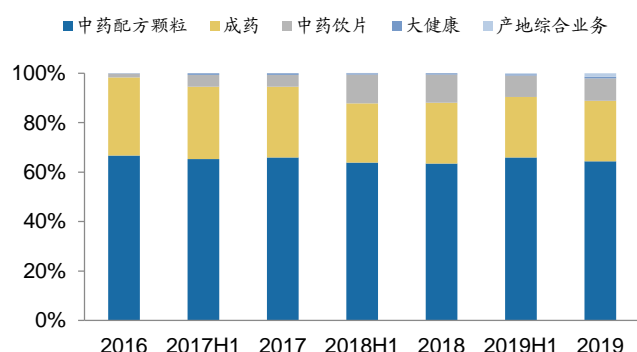
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图63：中国中药归母净利润及增速（亿元）



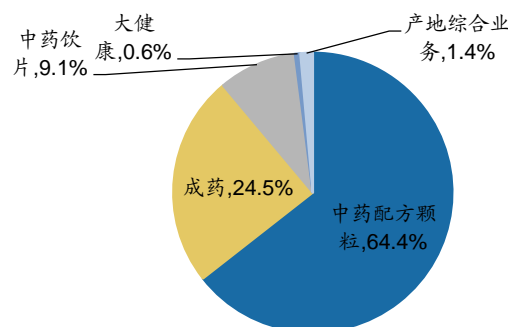
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图64：中国中药收入构成变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图65：中国中药收入拆分（2019年）



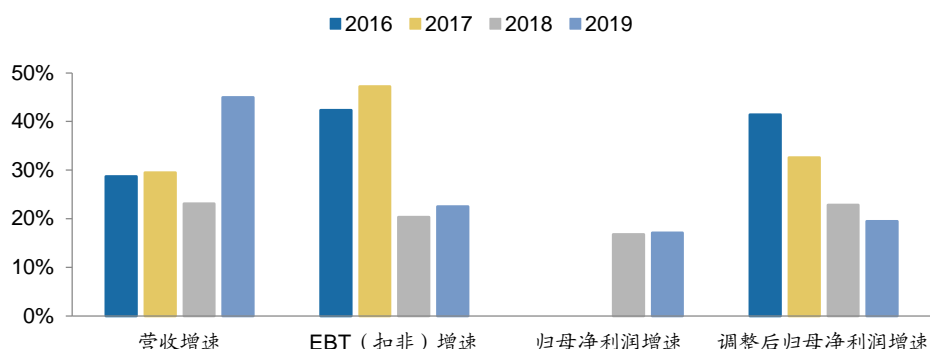
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### （七）医疗服务板块：内生外延推动增长

2019年，4家医疗服务港股上市公司合计实现营收111.0亿元，同比增长45%。2017-2019年医疗服务板块收入增速分别为29.5%/23.1%/45.0%。收入持续稳健增长主要受益于外延扩张。

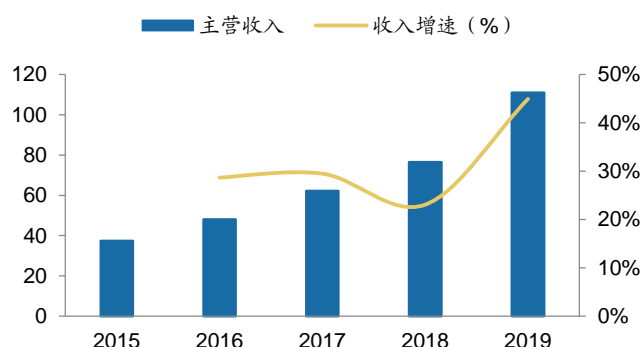
2019年，4家医疗服务港股上市公司合计实现归母净利润23.26亿元，同比增长17.1%，调整后归母净利润24.36亿元，同比增长19.5%。2016年医疗服务板块归母净利润为-3.81亿元，主要由于华润医疗2016年因为收购广雄事项引起的一次性商誉减值产生亏损17.27亿元。2017-2019年医疗服务板块调整后归母净利润增速分别为32.6%/22.8%/19.5%。

图66：医疗服务板块整体增长情况



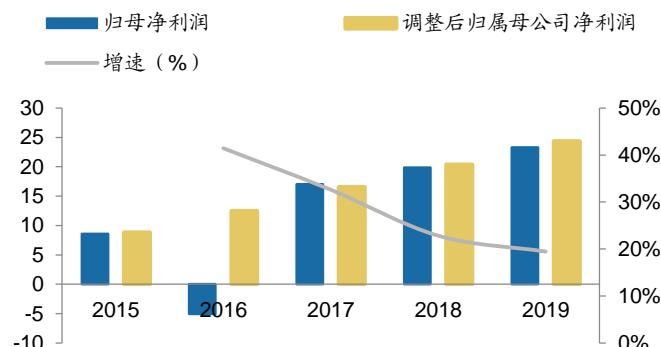
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图67：医疗服务板块主营收入增长（亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图68：医疗服务板块归母净利润增长情况（亿元）

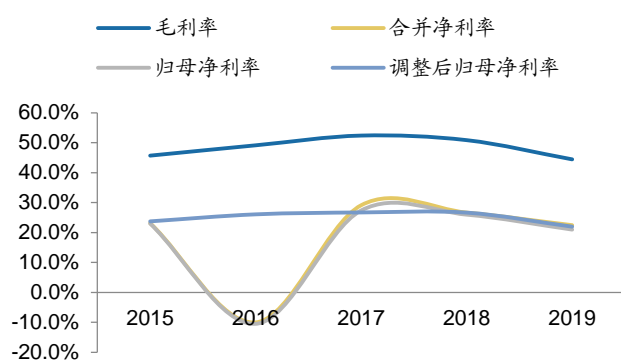


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

#### 利润率和费用率：

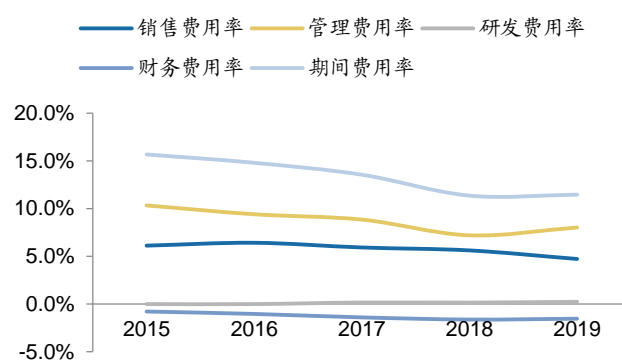
医疗服务板块2019年毛利率下降明显，由2018年的50.8%下降至2019年的44.4%，主要由于环球医疗的服务业务占比提高，而服务业务毛利率较低。2016-2019年医疗服务板块销售费用率呈现下降趋势，由2016年的6.4%下降至2019年的4.7%。期间费用率由2016年的14.8%下降至2019年的11.5%。受毛利率下滑严重影响，调整后归母净利率由2016年的26.1%下降至2019年的22.0%。

图69: 医疗服务板块利润率情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图70: 医疗服务板块费用率情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表19: 医疗服务板块核心经营数据 (百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019
总营业收入	3786	4858	6230	7666	11123
主营收入	3732	4803	6219	7655	11096
增速 (%)		28.7%	29.5%	23.1%	45.0%
营业成本	2027	2443	2962	3762	6166
毛利	1705	2359	3258	3892	4930
毛利率 (%)	45.7%	49.1%	52.4%	50.8%	44.4%
其他收入-经营	54	56	10	11	27
销售费用	228	308	369	430	524
销售费用率 (%)	6.1%	6.4%	5.9%	5.6%	4.7%
管理费用	386	452	550	551	890
管理费用率 (%)	10.3%	9.4%	8.9%	7.2%	8.0%
研发费用	0	0	10	12	27
研发费用率 (%)	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	1113	1589	2280	2748	3342
营业利润率 (%)	29.8%	33.1%	36.7%	35.9%	30.1%
利息支出	28	18	3	8	44
利息收入	58	68	90	132	215
权益性投资损益	-2	-16	22	2	8
其他非经营性损益	41	3	-86	-169	-220
非经常项目前利润	1181	1625	2303	2705	3300
非经常项目损益	7	-1710	124	73	49
财务费用率 (%)	-0.8%	-1.0%	-1.4%	-1.6%	-1.5%
除税前溢利	1189	-85	2426	2778	3349
所得税	326	397	616	739	858
合并净利润	863	-482	1810	2040	2491
合并净利率 (%)	23.1%	-10.0%	29.1%	26.6%	22.4%
归属母公司净利润	858	-505	1702	1987	2326

增速 (%)				16.7%	17.1%
归母净利率 (%)	23.0%	-10.5%	27.4%	26.0%	21.0%
调整后归属母公司净利润	885	1252	1660	2039	2436
增速 (%)		41.4%	32.6%	22.8%	19.5%
调整后归母净利率 (%)	23.7%	26.1%	26.7%	26.6%	22.0%
经营活动现金流	-5047	-2001	-4510	-5002	-883
经营活动现金流 (去掉环球医疗)	274	381	562	726	941
投资活动现金流	-64	-961	-962	85	-2869
筹资活动现金流	6608	2737	6118	7047	4568
流动资产	9333	10914	14668	19298	27860
非流动资产	16691	25370	31912	42614	47811
总资产	26024	36283	46580	61912	75671
流动负债	8590	8639	13404	16525	20695
非流动负债	9634	15555	18612	24189	26975
总负债	18224	24194	32016	40715	47669
资产负债率	70.0%	66.7%	68.7%	65.8%	63.0%
净现比	-5.85	4.15	-2.49	-2.45	-0.35
净现比 (去掉环球医疗)	1.34	-0.28	0.85	1.05	1.10

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表20: 医疗服务公司核心经营数据 (2019年, 百万元)

证券简称	营业收入		归母净利润		费用率					毛利率		归母净利率		ROE
	2019	增速	2019	增速	销售	管理	研发	财务	期间	2019	变动	2019	变动	2019
锦欣生殖	1648	78.8%	410	145.9%	3.7%	12.7%	0.8%	0.6%	17.8%	49.5%	4.7%	24.8%	6.8%	6.9%
环球医疗	6816	58.6%	1489	10.1%	5.9%	6.5%	0.0%	0.2%	12.6%	46.6%	-13.7%	21.8%	-9.6%	16.6%
华润医疗	2115	2.7%	391	-9.3%	0.8%	11.2%	0.0%	0.8%	12.7%	36.0%	-0.7%	18.5%	-2.4%	6.8%
希玛眼科	576	34.2%	41	-2.7%	8.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.3%	33.2%	-1.6%	7.2%	-2.7%	4.9%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### 医疗服务板块重点上市公司:

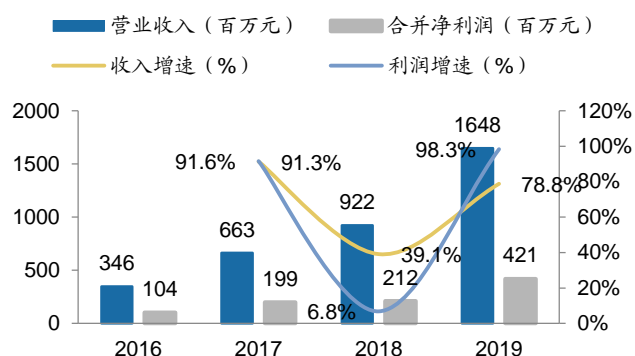
#### 锦欣生殖: 利润率提升, 业绩符合预期

2019年锦欣生殖实现收入16.48亿元, 同比增长78.8%; 毛利润8.17亿元, 同比增长97.7%; EBITDA5.83亿元, 同比增长84.4%, 调整后EBITDA6.76亿元, 同比增长91.2%; 净利润4.21亿元, 同比增长98.3%, 调整后净利润5.30亿元, 同比增长100.7%; 归母净利润4.10亿元, 同比增长145.9%, 调整后归母净利润5.19亿元, 同比增长137.5%; 每股盈利0.19元/股。公司2019年业绩和经营情况符合预期。

维持各地区市场领先地位, 全球化布局再下一城。2019年锦欣旗下医院共完成27854个周期数, 在中国四川、中国深圳和美国西部均保持第一的周期市场份额。内生来看, 成都地区收入7.3亿元, 同比增长16.5%, 深圳地区收入3.4亿元, 同比增长14.7% (IVF业务同比增长18.4%), 美国收入5.8亿元, 同比增长3.5%。三地的成功率均领先平均水平, 且呈现提升趋势。公司将在老挝建立可进行3000以上周期的IVF中心, 进一步扩大全球业务, 满足不同层次中国患者的多样化需求。

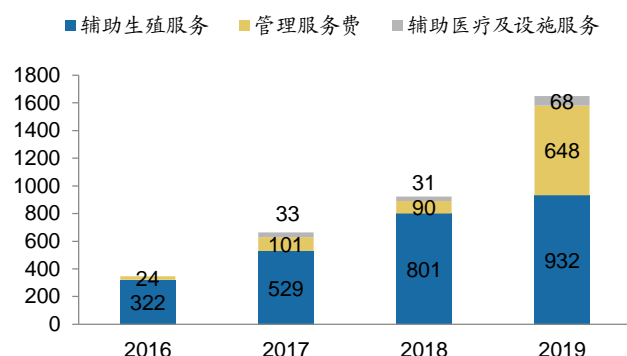
利润率提升显著,未来仍有提升空间。2019年公司毛利润8.17亿元,同比增长97.7%,毛利率49.5%,提高4.7pct;合并净利润4.21亿元,同比增长98.3%,合并净利率25.5%,提高2.5pct。未来随着VIP服务占比的提高和稳步的提价策略,公司的盈利水平有望持续提升。

图71: 锦欣生殖收入和利润增长(百万元)



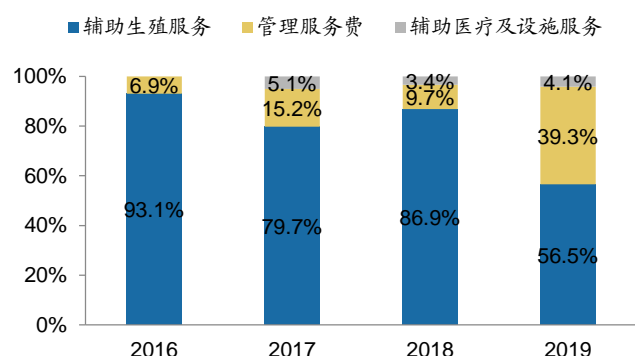
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图72: 锦欣生殖各业务增长(百万元)



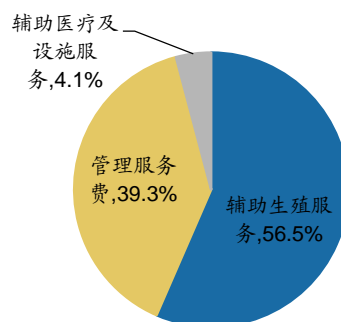
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图73: 锦欣生殖收入结构变化



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图74: 锦欣生殖收入拆分(2019年)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## 四、投资建议: 关注高景气度、高成长性子领域

基于行业的成长性和估值水平,我们维持香港医疗保健行业“买入”评级,看好方向包括:

(1) 成长路径渐清晰,长期受益医药行业政策改革红利,以创新支撑未来持续成长的仿创结合大市值龙头药企,推荐中国生物制药(01177.HK)、石药集团(01093.HK),关注翰森制药(03692.HK)、复星医药(02196.HK)。

(2) 具备强创新能力和全球市场的开拓能力,带领中国原创新药走向欧美,业绩和估值弹性高的全球新创新药公司,推荐金斯瑞生物科技(01548.HK),关注百济神



州 (06160.HK)。

(3) 中国生物制品行业迎来快速扩容, 推荐估值较低兼备成长性的Biotech公司: 三生制药 (01530.HK)、康希诺生物-B (06185.HK), 关注信达生物-B (01801.HK)、君实生物-B (01877.HK)、基石药业-B (02616.HK)、复宏汉霖-B (02696.HK)。

(4) 创新为中国制药行业永恒的主题, 赋能创新药研发的CRO/CDMO行业未来3-5年具备高景气度, 看好具备核心优势和强技术壁垒的CRO/CDMO龙头公司, 推荐药明生物 (02269.HK)、药明康德 (02359.HK)。

(5) 受益人口老龄化和进口替代, 高值介入/植入器械具备高景气度和高成长性, 推荐于多个细分领域引领进口替代的高值耗材龙头微创医疗 (0853.HK)、业绩持续高增长的骨关节龙头爱康医疗 (01789.HK), 关注春立医疗 (01858.HK)。

(6) 医疗服务行业为政策免疫赛道, 中国辅助生殖行业渗透率低、成长性高且具备投资稀缺性, 推荐民营辅助生殖龙头公司锦欣生殖 (01951.HK)。

(7) 中药配方颗粒行业试点即将在高准入要求下放开, 行业终端将显著扩容, 原有企业的先发优势和技术优势具备高壁垒, 推荐财务指标拐点确立, 估值偏低的中药配方颗粒龙头: 中国中药 (00570.HK)。

### (一) 港股医药重点公司估值表

表21: 港股医药重点公司估值情况 (截止2020年5月5日收盘)

公司代码	公司名称	市值	股价	净利润（百万人民币元）				PE 估值			
		(亿)	（元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
港股制药公司											
01177.HK	中国生物制药	1,412	11.22	2841	3132	3514	3979	45.17	40.98	36.52	32.25
01093.HK	石药集团	935	15.00	3081	3,714	4506	5439	27.60	22.90	18.87	15.64
01513.HK	丽珠医药	377	33.45	1082	1,303	1547	1819	31.64	26.28	22.13	18.82
01530.HK	三生制药	195	7.69	1277	974	1307	1462	13.89	18.23	13.58	12.14
01548.HK	金斯瑞生物科技	258	13.70	149	-679	-1136	-1407				
06185.HK	康希诺生物—B	346	155.40	-138	-157	-257	-120				
03692.HK	翰森制药	1,746	29.50	1903	2,557	3101	3864	83.41	62.08	51.20	41.08
02196.HK	复星医药	900	28.45	2708	3,322	3608	4272	30.21	24.62	22.67	19.15
00867.HK	康哲药业	226	9.15	1850	1,961	2387	2567	11.11	10.48	8.61	8.01
00512.HK	远大医药	167	4.94	713	1,151	1427	1765	23.41	14.50	11.69	9.45
02005.HK	石四药集团	164	5.40	912	1,136	1342	1562	17.95	14.40	12.20	10.48
06826.HK	昊海生物科技	130	38.00	415	371	402	482	28.46	31.82	29.34	24.48
01558.HK	东阳光药	127	28.65	943	1,919	2329	2673	12.28	6.03	4.97	4.33
02186.HK	绿叶制药	118	3.61	1303	1,469	1701	1953	8.21	7.29	6.29	5.48
03933.HK	联邦制药	120	6.90	683	642	804	958	16.01	17.04	13.60	11.41
00460.HK	四环医药	74	0.78	1620	-2,753	888	1002	4.14	-2.44	7.56	6.70
01061.HK	亿胜生物科技	28	4.92	231	303	349	424	12.30	9.40	8.15	6.70

00950.HK	李氏大药厂	23	3.84	418	126	226	251	5.40	17.99	9.99	9.00
<b>港股 CRO/CDMO 公司</b>											
02269.HK	药明生物	1,521	116.90	631	1,014	1,302	1,835	219.24	136.37	106.14	75.35
02359.HK	药明康德	1,837	106.70	2261	1,855	2640	3311	73.87	90.04	63.25	50.43
03759.HK	康龙化成	550	63.40	336	547	784	1017	148.71	91.32	63.74	49.14
01521.HK	方达控股	73	3.64	11	18	30	38	84.03	51.27	31.93	24.68
01873.HK	维亚生物	73	4.65	91	266	381	527	72.87	24.82	17.34	12.52
<b>港股医疗器械公司</b>											
00853.HK	微创医疗	300	17.30	186	360	-3	178	161.23	83.31		168.58
01789.HK	爱康医疗	222	20.10	145	267	347	457	139.46	75.71	58.23	44.28
01302.HK	先健科技	70	1.63	121	129	188	230	52.89	49.56	34.05	27.81
01066.HK	威高股份	523	11.56	1473	1,845			32.27	25.76		
02500.HK	启明医疗-B	222	55.00	-300	-381	54	359	-43.01	-33.94	237.83	35.99
01858.HK	春立医疗	142	41.10	106	237			122.32	54.58		
01501.HK	康德莱器械	62	37.40	58	100	137	179	96.56	56.66	41.20	31.53
<b>港股医疗服务公司</b>											
01951.HK	锦欣生殖	233	9.56	372	519	529	629	56.92	40.75	40.00	33.64
02666.HK	环球医疗	76	4.44	1352	1,489						
01515.HK	华润医疗	50	3.88	431	391						
03309.HK	希玛眼科	42	3.94	43	41						
<b>港股中药公司</b>											
00570.HK	中国中药	166	3.30	1439	1588	1851	2192	10.50	9.51	8.16	6.89
03613.HK	同仁堂国药	86	10.30	581	556	617	692	13.50	14.09	12.70	11.32
01666.HK	同仁堂科技	75	5.82	678	418	529	598	10.00	16.23	12.82	11.33
02877.HK	神威药业	45	5.48	506	503						
01681.HK	康臣药业	34	4.00	465	80						
<b>港股工商综合体公司</b>											
01099.HK	国药控股	640	20.50	1439	1588	1851	2192	40.41	36.62	31.42	26.53
00874.HK	白云山	523	21.00	3441	3,189	3620	3992	13.82	14.92	13.14	11.92
02607.HK	上海医药	512	13.22	3881	4,081	4793	5444	12.00	11.41	9.71	8.55
03320.HK	华润医药	296	4.71	4038	3,286	4211	4073	6.66	8.19	6.39	6.61

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

\*注: 灰色底纹为广发证券覆盖及广发证券预测, 其余来自 wind 一致预期预测

股价、市值货币单位为港元, 广发预测利润单位为百万元人民币, 其他公司货币单位同原始披露报表 (远大医药、石四药集团、亿胜生物科技、李氏大药厂、希玛眼科为港元, 方达控股为美元)。原始报表货币换算汇率: 1 美元=7.7533 港元; 1 美元=7.0602 人民币元

## 五、风险提示

研发进展不达预期;

集采降价超预期;

产品销售不达预期;

行业政策风险

## 附录：Biotech 研发管线

### （一）百济神州

百济神州2019年度总收入4.28亿美元，同比增长116%，其中产品收入2.23亿美元，同比增长70.1%，合作收入2.06亿美元，同比增长205.4%，研发费用9.27亿美元，同比增长36.6%，销售、一般及行政费用3.88亿美元，同比增长98.7%，净亏损9.5亿美元，归母净亏损9.49亿美元。

表22：百济神州研发管线

名称	项目	剂量递增	剂量扩展		关键性试验			
		1a 期	1b 期	2 期*	2 期**	3 期	递交申请	已上市
泽布替尼 (BGB-3111, BTK)	单一疗法	R/R MCL (2019 年 11 月 14 日于美国获加速批准)						
		R/R MCL、R/R CLL/SLL (国家药监局已受理新药申请)						
		R/R WM						
		WM、1L CLL/SLL、R/R CLL/SLL						
		R/R MZL						
		先前接受过治疗的 CLL/SLL (Ibrutinib 不耐受)						
	+利妥昔单抗	1L MCL						
+奥比妥珠单抗	R/R FL							
替雷利珠单抗 (BGB-A317, PD-1)	单一疗法	R/R cHL (于 2019 年 12 月 26 日获批)						
		2L+UC (于 2020 年 4 月 10 日获批)						
		2L NSCLC、1L HCC、2L ESCC						
		2L/3L HCC						
		R/R NK/T 细胞淋巴瘤						
	+化疗	1L Sq. NSCLC、1L 非 Sq. NSCLC、1L NPC、1L SCLC						
		1L GC、1L ESCC						
	+pamiparib (PARP)	实体瘤						
	+泽布替尼 (BTK)	B 细胞恶性肿瘤						
Pamiparib (PARP)	单一疗法	1L 铂敏感性胃癌维持						
		2L 铂敏感性卵巢癌维持						
		3L gBRCA+卵巢癌						
		实体瘤						
	+TMZ (化疗)	实体瘤						
	+RT/TMZ (放疗/化疗)	胶质母细胞瘤						
Lifirafenib (RAF Dimer)	单一疗法	B-Raf 或 K-RAS/N-RAS 突变实体瘤						
		B-Raf 或 K-RAS/N-RAS 突变实体瘤						
BGB-A333 (PD-L1)	单一疗法+替雷利珠单抗	实体瘤						
BGB-A425 (TIM-3)	单一疗法+替雷利珠单抗	实体瘤						
BGB-A1217 (TIGIT)	+替雷利珠单抗	实体瘤						
BGB-11417 (Bcl-2)	单一疗法+泽布替尼	计划于 2020 年上半年进行血液系统恶性肿瘤 1 期						

数据来源：百济神州年报、百济神州公告、广发证券发展研究中心 注：全球 中国

1L = 一线; 2L = 二线; 3L = 三线; AML = 急性髓性白血病; Bcl-2=B 细胞淋巴瘤 2; BTK=布鲁顿酪氨酸激酶; cHL=经典型霍奇金淋巴瘤; CLL = 慢性淋巴细胞白血病; DoseEsc = 剂量递增; ESCC = 食管鳞状细胞癌; FL = 滤泡淋巴瘤; gBRCA = BRCA 种系 (乳腺癌); GC = 胃癌; HCC = 肝细胞癌; MCL = 套细胞淋巴瘤; MZL = 边缘区淋巴瘤; NSCLC = 非小细胞肺癌; NDA = 新药申请; NK = 自然杀伤; NMPA=国家药品监督管理局; NPC=鼻咽癌; OC = 卵巢癌; PARP=聚 ADP 核糖聚合酶; PD-1=程序性细胞死亡蛋白 1; PD-L1=程序性死亡配体 1; PH = 期; R/R = 复发或难治性; RT = 放射疗法; SLL = 小淋巴细胞性淋巴瘤; SCLC=小细胞肺癌; Sq = 鳞状; TIGIT=lg 和 ITIM 域蛋白 T-细胞免疫受体; TIM-3=T 细胞免疫球蛋白及黏蛋白分子 - 3; TMZ = 替莫唑胺; UC = 尿路上皮癌; WM = 华氏巨球蛋白血症

表23: 百济神州授权引进

名称	说明	剂量递增/剂量扩展		关键性试验		商业权利
		1b 期	2 期*	2 期**	3 期	
Sitravatinib	多激酶抑制剂 <sup>1</sup>		NSCLC, RCC, OC, MEL, HCC/GEJ			
Mirdametinib	+lifirafenib (Raf 二聚体)	实体瘤				亚洲 (除日本)、 新西兰、澳大利 亚
ME401	+泽布替尼 (BTK)		B 细胞恶性肿瘤			
ZW25	HER2 双特异性抗体 <sup>2</sup>	已规划		(由 Zymeworks 进行 2 期中(中国除外))		
ZW49	抗 HER2 ADC <sup>2</sup>	已规划		(由 Zymeworks 进行 1 期中(中国除外))		
AMG510	KRAS G12C, SM <sup>3</sup>	实体瘤				中国
AMG596	EGFRvIII, BiTE <sup>3</sup>	胶质母细胞 瘤				中国
AMG757	DLL3, HLE BiTE <sup>3</sup>	SCLC				中国
AMG160	PSMA, HLE BiTE <sup>3</sup>	前列腺				中国
AMG212	PSMA, BiTE <sup>3</sup>	前列腺				中国
AMG506	FAP x 4-1BB, DARPIn <sup>3</sup>	实体瘤				中国
AMG701	BCMA, HLE BiTE <sup>3</sup>	MM				中国
AMG420	BCMA, BiTE <sup>3</sup>	MM				中国
AMG176	Mcl-1, SM(i.v.) <sup>3</sup>	血液				中国
AMG397	Mcl-1, SM(口服) <sup>3</sup>	血液				中国
AMG330	CD33, Mcl-1, SM(i.v.) <sup>3</sup>	AML				中国
AMG673	CD33, HLE BiTE <sup>3</sup>	AML				中国
AMG427	FLT3, HLE BiTE <sup>3</sup>	AML				中国
AMG562	CD19, HLE BiTE <sup>3</sup>	NHL				中国

数据来源: 百济神州年报、广发证券发展研究中心 注: 全球 中国

注: \* 一些适应症于开始关键性 2 期或 3 期临床试验前不要求进行非关键性 2 期临床试验。

\*\*加速批准要求批准后进行验证性临床试验。

1.与 Mirati Therapeutics, Inc.合作; APAC 研究。2.与 Zymeworks 合作; 3.与安进合作。

ADC=抗体-药物偶联物; AML = 急性骨髓性白血病; AU=澳洲; BCMA=B 细胞成熟抗原; BiTE=双特异性 T 细胞衔接器; BTK=布鲁顿酪氨酸激酶; CD## = 差异分类; DLL3=三角洲般 3; EGFRvIII = 表皮生长因子受体变体 III; FAP=家族性腺瘤性息肉病; FLT3=fms 样酪氨酸激酶 3; GEJ=胃食管连接处癌变; HER2 = 人体表皮生长因子受体 2; HCC = 肝细胞癌; HLE = 半衰期延长; i.v.=静脉; KRAS=K-Ras (大鼠肉瘤) 蛋白基因; Mcl-1=髓样细胞白血病 - 1; MEL=黑色素瘤; MM = 多发性骨髓瘤; NSCLC=非小细胞肺癌; NZ=新西兰; OC = 卵巢癌; PH = 期; PSMA=前列腺特异性膜抗原; RCC=肾细胞癌; SCLC=小细胞肺癌; SM=小分子

## (二) 信达生物

2019年营收10.5亿元；毛利润9.23亿元，毛利率88.31%；研发支出12.95亿元；销售费用11.9亿元；管理费用2.55亿元，同比增长15.9%；净亏损17.2亿元。

表24：信达生物研发管线

候选药物/参比药物	靶点	治疗领域：疾病适应症	商业化权利	临床前	IND提交	IND受理	1期	2期	3期	NDA	上市
信迪利单抗 (IBI308)	PD-1	肿瘤：r/r 霍奇金淋巴瘤，1 线及 2 线黑色素瘤、难治性胃癌，2 线非小细胞肺癌，2 线食道癌，1 线及 2 线鳞状非小细胞肺癌、r/r NK/T 细胞淋巴瘤，2 线食管鳞状细胞癌，1 线胃癌、实体瘤及食管癌	全球	NDA 已获批：2018 年 12 月 24 日							
IBI-303 (阿达木单抗生物类似物)	TNF-alpha	自身免疫：类风湿关节炎，幼年特发性关节炎，银屑病关节炎，强直性脊柱炎，克罗恩病，溃疡性结肠炎及银屑病	全球	NDA 已提交：2018 年 11 月							※
IBI-305 (贝伐珠单抗生物类似物)	VEGF-A	肿瘤：r/r 非小细胞肺癌及转移性 CRC	全球	NDA 已提交：2019 年 1 月							※
IBI-301 (利妥昔单抗生物类似物)	CD20	肿瘤：非霍奇金淋巴瘤，慢性淋巴细胞白血血病，类风湿关节炎	全球	NDA 已提交：2019 年 6 月							※
IBI-306	PCSK9	新陈代谢：纯合子型家族性高脂血症；他汀不耐受高 CV 风险患者	中国 <sup>*1</sup>	IND 获批：2018 年 2 月							
IBI-310	CTLA-4	肿瘤：黑色素瘤及肾细胞癌	全球	IND 获批：2017 年 9 月							
IBI-375 (Pemigatinib) 替尼类	FGFR1/2/3	胆管癌、尿路上皮癌 (在美国推进至 3 期)	中国大陆	IND 获批：2019 年 11 月 美国							※
IBI-376 (Parsaclisib)	PI3Kδ	NHL	中国	IND 获批：2019 年 11 月 美国							
IBI-377 (Itacitinib)	JAK1	移植抗宿主病	中国	IND 获批：2019.11 美国							
IBI-362	OXM3	新陈代谢：糖尿病	中国	IND 受理：2020.1 美国							
IBI-101	OX40	肿瘤：晚期实体瘤，乙型肝炎	全球	IND 获批：2018.6							
IBI-188	CD47	肿瘤：B 细胞淋巴瘤、卵巢癌、结直肠癌	全球	IND 获批：2018.8							
IBI-318	PD-1/PD-L1	肿瘤：晚期肿瘤 (未披露靶点)	中国 <sup>*2</sup>	IND 获批：2019.2							
IBI-302	VEGF/补体蛋白	眼底病：湿性 AMD	全球	IND 获批：2016.12							
IBI-110	LAG-3	非小细胞肺癌，黑色素瘤、mBrCA	全球	IND 获批：2019.7							
IBI-315	PD-1/HER2	肿瘤：Her2+癌症，mBrCA，胃癌，非小细胞肺癌	全球	IND 获批：2019.7							
IBI-326	BCMA-CART	肿瘤：复发/难治性多发性骨髓瘤	全球	IND 获批：2019.9							
IBI-939	TIGIT	肿瘤：晚期实体瘤	全球	IND 获批：2020.1							
IBI-322	PD-L1/CD47	肿瘤：PD-L1/CD47 共表达肿瘤、M1 巨噬细胞特征性肿瘤	全球	IND 获批：2020.1							
IBI-112	IL23p19	自身免疫	全球	IND 受理：2020.1							
IBI-319	PD-1/未披露	肿瘤：晚期肿瘤 (未披露靶点)	中国 <sup>*2</sup>								
IBI323	LAG-3/PD-L1	肿瘤：PD-L1+ “热肿瘤” 表型肿瘤	全球								

数据来源：信达生物业绩公告、广发证券发展研究中心 注：\*1 中国大陆及中国香港、中国台湾权益 \*2 中国大陆及中国香港、中国澳门权益 ※ NDA 受理 生物药 小分子药物



### (三) 君实生物

2019年营收7.75亿元；毛利润6.84亿元，毛利率88.3%；研发支出9.46亿元；销售费用3.2亿元；管理费用2.44亿元，同比增长95.6%；净亏损7.44亿元

表25: 君实生物研发管线

领域	代号	靶点	适应症	临床前	1期	2期	3期	NDA	来源	临床地区
肿瘤	JS001	PD-1	黑色素瘤（二线，单药）	2018年12月17日获批					自主	中国
			黑色素瘤（一线，单药）	关键注册临床						中国
			鼻咽癌（一线，与化疗药联合）	关键注册临床						多中心
			食管癌（与化疗联合）	关键注册临床						中国
			三阴乳腺癌（与白蛋白紫杉醇结合）	关键注册临床						中国
			肝细胞癌（单药，术后辅助）	关键注册临床						中国
			肝细胞癌（一线，与贝伐珠单抗联合）	关键注册临床						中国
			肾细胞癌（与阿昔替尼联合）	关键注册临床						中国
			EGFR 阴性非小细胞肺癌（一线，与化疗药联合）	关键注册临床						中国
			EGFR 突变 TKI 治疗失败晚期非小细胞肺癌（与化疗联合）	关键注册临床						中国
			非小细胞肺癌（新辅助治疗）	关键注册临床						中国
			广泛期小细胞肺癌（与化疗联合）	关键注册临床						中国
			鼻咽癌（二线治疗，单药）	关键注册临床						中国
			尿路上皮癌（二线治疗，单药）	关键注册临床						中国
			胃癌（三线，单药）	关键注册临床						中国
			多种实体瘤							美国
	JS003	PD-L1	尿路上皮癌，黑色素瘤，非小细胞肺癌，三阴乳腺癌，食管癌，鼻咽癌和肝细胞癌						自主	中国
	JS004	BTLA	黑色素瘤、肺癌、淋巴瘤						自主	美国
	JS006	TIGIT	多种实体瘤						自主	中国
	JS007	CTLA-4	肺癌、黑色素瘤						自主	/
	JS009	未予披露	未予披露						自主	/
	JS011	未予披露	未予披露						自主	/
	JS012	未予披露	未予披露						自主	/
	JS101	Pan-CDK	乳腺癌						自主	中国
	JS104	Pan-CDK	乳腺癌						合作	/
	JS105	PI3K-α	乳腺癌、肾癌、淋巴瘤						合作	/
	JS014	IL-21	肿瘤						合作	/
	JS501	VEGF	转移性结直肠癌和晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌						合作	中国
	JS108	Trop2 ADC	Trop2 阳性三阴性乳腺癌、小细胞肺癌、胰腺癌等实体肿瘤						合作	日、韩以外亚洲
	JS002	PCSK9	高脂血症						自主	中国

代谢	JS008	未予披露	未予披露						自主	/
疾病										
自身	UBP1211	TNF- $\alpha$	类风湿性关节炎, 强直性脊柱炎、银屑病						合作	中国
免疫	JS005	IL-17A	银屑病、类风湿性关节炎						自主	中国
	UBP1213	BLyS	系统性红斑狼疮						合作	中国
神经	JS010	未予披露	未予披露						自主	/
感染	JS016	S 蛋白	新冠病毒肺炎						合作	中国

数据来源: 君实生物业绩公告、君实生物公告、广发证券发展研究中心 注: 生物药 小分子药物

\*JS 001 仅列示关键注册临床和主要临床试验

#### (四) 康希诺生物

2019年度无营业收入; 研发支出151.7百万元, 同比增长33.5%; 销售费用5.3百万元; 管理费用62.8百万元; 净亏损156.8百万元, 归母净亏损156.8百万元。

2020年3月, 康希诺与军事科学院军事医学研究院生物工程研究所联合开发的Ad5-nCoV通过临床研究注册审评, 获批进入临床试验。2020年4月9日, 公司公告基于1期临床试验的初步安全性数据, 计划将于中国展开2期临床试验。

表26: 康希诺生物研发管线

在研产品	临床及注册速度							
	临床前	报临床	临床批件	临床 I	临床 II	临床 III	报产	上市
埃博拉病毒疫苗								
AC 脑膜炎球菌结合疫苗								
ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗								
婴儿用 DTcP								
DTcP 加强疫苗								
青少年及成人用 Tdcp		欧盟						
DTcP-Hib 联合疫苗								
PBPV(重组肺炎球菌蛋白疫苗)								
13 价肺炎球菌结合疫苗								
结核病加强疫苗			加拿大					
Ad5-nCov								
CSB012-病毒								
CSB013-塞卡病毒								
CSB015-脑膜炎								
CSB016-带状疱疹								
CSB017-脊髓灰质炎								
Ad5-nCoV (新冠疫苗)								

数据来源: 康希诺生物财报、广发证券发展研究中心

全球创新疫苗

潜在全球最佳疫苗

潜在中国首创疫苗

潜在中国最佳疫苗

### (五) 金斯瑞生物科技

2019年度营业收入273.4百万美元，同比增长18.3%；毛利润180.3百万美元，同比增长13.7%；毛利率66.0%，同比下降2.7pct；销售费用70.4百万美元，同比增长81.5%，销售费用率25.7%，同比增长9.0pct；管理费用55.3百万美元，同比增长36.2%，管理费用率20.2%，同比增长2.7pct；研发支出186.0百万美元，同比增长151.1%；净亏损117.5百万美元；归母净亏损96.9百万美元。

表27：金斯瑞生物科技研发管线

	产品	适应症	靶点	临床前	I 期	II 期	III 期	预期里程碑
血液恶性肿瘤	自体							
	LCAR-38M (JNJ-4528)	R/R MM(复发难治性 多发性骨髓瘤)	BCMA	CARTITUDE-4				2020 年下半年: 美国 BLA 和 欧洲 MAA 申报
				CARTITUDE-2				
				CARTITUDE-1				
				CARTITUDE-1				
				LEGEND-2				
	LB1909	NHL (DLBLC) 非霍 奇金淋巴瘤	CD19, CD22					试验进行中
								试验进行中
	LB1910	AML (急性髓系白血 病)	CD33/CLL-1					试验进行中
								试验进行中
	LB1901	TCL (T 细胞淋巴瘤)	CD4					2020 年下半年: IND 申报
异体								
LB1905	NHL ( DLBCL, FL, MCL, SLL )	CD20					试验进行中	
							试验进行中	
实体瘤	LB1904	胃癌	Claudin18.2					试验进行中
	LB1904	胰腺癌	Claudin18.2					试验进行中
	LB1902	卵巢癌	暂未披露					2021 年上半年: IND 申报
传染性疾病	LB1903	艾滋病	暂未披露					研究进行中

数据来源：金斯瑞生物科技业绩简报、广发证券发展研究中心 注：美国/美国以外 中国 美国/中国

### (六) 复宏汉霖

2019年度实现营收90.9百万元；毛利润19.1百万元；毛利率21.0%；研发费用607.8百万元，同比增长66.4%；研发总开支1406.8百万元，同比增长44.7%；销售费用45.7百万元，销售费用率50.3%；管理费用174.8百万元，同比增长60.3%；净亏损875.5百万元；归母净亏损875.5百万元。

备注：NHL=非霍奇金淋巴瘤；BC=乳腺癌；GC=胃癌；RA=类风湿关节炎；PS=银屑病；AS=强直性脊柱炎；mCRC=转移性结直肠癌；NSCLC=非小细胞肺癌；mNSCLC=转移性非小细胞肺癌；wAMD=湿性年龄相关性黄斑变性；DR=糖尿病性视网膜病变；MM=多发性骨髓瘤；HBV=慢性乙肝；nsNSCLC=非鳞状非小细胞肺癌；HCC=肝细胞癌；SCCHN=头颈部鳞状细胞癌；mESCC=转移性食道鳞状上皮癌；sqNSCLC=鳞状非小细胞肺癌；SCLC=广泛期小细胞肺癌；CC=宫颈癌；RCC=肾细胞癌

表28: 复宏汉霖研发管线

阶段	产品(参照药)	靶点	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	获批上市	合作伙伴	
☆	HLX01(利妥昔单抗) <sup>(1)</sup>	CD20	NHL								复星医药、Biosidus、 亚盛医药、FARMA DE COLOMBIA	
近期可商业化	HLX01(利妥昔单抗)	CD20	RA <sup>(2)</sup>									
	HLX02(曲妥珠单抗) <sup>(3)</sup>	HER2	BC/mGC								Accord、Cipla、 Jacobson、Mabxience	
	已向欧洲药品管理局递交营销授权申请并获受理											
	HLX03(阿达木单抗) <sup>(4)</sup>	TNF-α	PS/RA/AS								复星医药	
	HLX04(贝伐珠单抗)	VEGF	mCRC/nsNSCLC <sup>(2)</sup>									
	HLX04(贝伐珠单抗)	VEGF	wAMD/DR									
临床在研	HLX10	PD-1	实体瘤								KGBio、药明奥测	
	中国大陆(II期)、中国台湾(I期)，美国获批IND											
	HLX10	PD-1	HBV									
	于中国台湾处于临床2期											
	HLX10+化疗	PD-1	mESCC									
	中国境内、土耳其3期(国际多中心)											
	HLX10+化疗	PD-1	sqNSCLC									
	HLX10+化疗	PD-1	SCLC									
	HLX10+化疗	PD-1	GC									
	HLX10+化疗	PD-1	CC									
	HLX10+HLX04	PD-1+VEGF	nsNSCLC									
	HLX10+HLX04	PD-1+VEGF	HCC									
	HLX10+HLX04	PD-1+VEGF	实体瘤									
	HLX10+HLX07	PD-1+EGFR	SCCHN									
	HLX07	EGFR	实体瘤								上海景泽  药明奥测	
	于美国、中国大陆、中国台湾获IND许可											
	HLX06	VEGFR2	实体瘤									
	HLX05(西妥昔单抗) <sup>(5)</sup>	EGFR	mCRC/SCCHN									
	HLX12(雷莫芦单抗)	VEGFR2	GC/Mnscld/mCRC									
HLX20	PD-L1	实体瘤										
于澳大利亚及中国大陆获IND许可												
HLX22	HER2	BC/GC										
HLX55 <sup>(6)</sup>	c-MET	实体瘤										
于中国台湾及中国大陆获IND许可												
HLX11(帕妥珠单抗)	HER2	BC										
HLX13(伊匹木单抗)	CTLA-4	黑色素瘤 /RCC/mCRC										
临床前	HLX14(地舒单抗)	RANKL	骨质疏松症									
	HLX56 <sup>(7)</sup>	DR	实体瘤									
	HLX26	LAG3	实体瘤									
	HLX23	CD73	实体瘤									
	HLX15(达雷木单抗)	CD38	MM									
	HLX09	CTLA-4	实体瘤									
	HLX24	CD47	实体瘤									
	HLX59	CD27	实体瘤									
	HLX51	OX40	实体瘤									
	HLX52	TIM-3	实体瘤									
	HLX53	TIGHT	实体瘤									
	HLX58	Claudin18.2	实体瘤									
	HLX63	GPC3	实体瘤									

数据来源: 复宏汉霖业绩公告、复宏汉霖公告、广发证券发展研究中心

注: 肿瘤特异性靶点 血管生成靶点 肿瘤免疫靶点 联合疗法 其他 [ ] 核心产品

- (1)2019年2月获NMPA批准,成为国内首个生物类似药;(2)被视为生物创新药产品,因在中国参照药尚未就相关适应症获得批准;  
(3)HLX02已获NMPA与EMA上市申请受理,是中国首个在欧盟报产的国产单抗生物类似药;(4)HLX03已获NMPA上市申请受理;  
(5)授予上海景泽在中国的商业化权利;(6)拥有在中国、东南亚、中亚及南亚的部分国家的商业化权利;(7)拥有在中国的商业化权利

## (七) 康方生物

康方生物2019年营收70.88百万元,管理费用55.42百万元,研发费用308.39百万元,亏损346.45百万元,归母净亏损33.539百万元。

表29: 康方生物研发管线

药物 <sup>(1)</sup>	靶点	疗法	适应症	临床前	IND	Ia 期	Ib 期	II 期	关键试验	预计最早 NDA
AK104*	PD-1/CTLA-4	单一	2L/3L 宫颈癌†	中国 (注册试验)					(II 期)	2021H2
		单一	2L/3L 宫颈癌	美国 (注册试验)						
		+卡培他滨联合奥沙利铂	1L 胃癌或胃腺癌	中国						
		单一	2L/3L (PD-(L)-1 初治或 R/R)	中国						
		单一	≥ 2L 黑色素瘤 (PD-(L)1 初治或 R/R)	中国						
		单一	2L 肝细胞癌	中国						
		单一	2L 食管鳞状细胞癌	中国						
		单一	晚期实体瘤	中国						
		单一	≥ 2L 外周 T 细胞淋巴瘤	中国						
		单一	晚期实体瘤	澳洲						
		单一	晚期实体瘤	美国						
Penpuli mab AK105* <sup>(2)</sup>	PD-1	+化疗	1L 鳞状非小细胞肺癌	中国 (注册试验)					III 期	2020 年中
		+化疗	1L 非鳞非小细胞肺癌	中国 (注册试验)					III 期	
		+安维替尼	1L 非鳞非小细胞肺癌	中国 (注册试验)					III 期	
		+安维替尼	1L 肝癌	中国 (注册试验)					III 期	
		单一	3L 复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	中国 (注册试验)					III 期	
		单一	≥ 3L 鼻咽癌	中国 (注册试验)					III 期	
		单一	晚期实体瘤	中国 <sup>(3)</sup> /澳洲						
		单一	晚期实体瘤	美国						
AK112*	PD-1/VEGF	单一	晚期实体瘤	澳洲						
		单一	晚期实体瘤	美国						
AK109**	VEGFR-2	单一	晚期实体瘤	中国						
AK117	CD47	联合	肿瘤	澳洲						
AK119*	CD73	联合	肿瘤							
AK123	PD-1/CD7.	单一	肿瘤							
AK101*	IL-12/IL-13	单一	中重度斑块型银屑病† <sup>(4)</sup>	中国					IIb 期	
			中重度溃疡性结肠炎	中国						
			系统性红斑狼疮	中国						
			中重度溃疡性结肠炎	美国						
AK111	IL-17	单一	健康志愿者	新西兰						
			中重度斑块型银屑病	中国						
			强直性脊柱炎	中国						

AK120	IL-4R	单一	过敏性皮炎、哮喘	澳洲						
AK114	IL-1 beta	单一	炎性疾病							
Ebronicimab	PCSK9	+他汀类/依折麦布	纯合子家族高胆固醇血症	中国						
AK102*		+他汀类/依折麦布	杂合子家族高胆固醇血症	中国						
**		+他汀类/依折麦布	高胆固醇血症	中国						

数据来源：康方生物招股书、广发证券发展研究中心

注：1L=一线；2L=二线；3L=三线

(1) 核心产品包括 AK104、penpulimab (AK105)、AK101 及 ebronucimab (AK102)。近期优先产品包括核心产品及 AK111 及 AK112。

(2) 于中国的同一个 III 期临床试验中，正开发 penpulimab (AK105)，并与化疗或 anlotinib 联合治疗非鳞状非小细胞肺癌。

(3) Penpulimab (AK105) 在中国治疗晚期实体瘤的临床试验不再继续招募患者。

† 指各核心候选产品的最后期临床试验阶段。

\* 入选国家科技重大专项重大新药创制专项。AK104 的商业化权利由公司持有 95% 股权的附属公司康方药业拥有。

\*\* Penpulimab (AK105) 的商业化权利由合资企业正大天晴康方拥有，该公司由康方生物与正大天晴各自持有 50% 股权。

\*\*\* Ebronucimab (AK102) 及 AK109 的商业化权利由康方生物的附属公司康融广东拥有，该公司由康方生物及东瑞制药分别持有 65% 及 35% 股权。

## (八) 康宁杰瑞制药

2019 年度无营业收入；研发支出 166.7 百万元，同比增长 154.0%；管理费用 117.7 百万元，同比增长 355.3%；净亏损 832.7 百万元。

表 30：康宁杰瑞制药研发管线

药物	靶点	适应症 <sup>(1)</sup>	类别	商业权利	临床前 <sup>(2)</sup>	Ia/I 期	Ib/II 期	II/III 期	ND A	预期首次 BLA 提交
KN046 *	PD-L1/CTLA4	实体瘤 <sup>(3)</sup> 、NSCLC、TNBC、GIC	1 类	全球 <sup>(4)</sup>	中国 (NMPA) <sup>(6)(7)</sup>		Ib/II 期			2021Q3
					澳大利亚 (TGA) <sup>(8)</sup>		Ib 期			
KN026	HER2/HER2	HER2 过度表达 mBC/GC/GEI	1 类	全球 <sup>(4)</sup>	中国 (NMPA) <sup>(6)</sup>		II 期			2022Q4
					美国 (FDA) <sup>(9)</sup>	I 期				
KN019	B7	RA、肾移植后排斥反应	7 类	全球 <sup>(4)</sup>	中国 (NMPA) <sup>(6)</sup>		II 期			计划阶段
KN035	PD-L1	BTC、MSI-H/dMMR 实体瘤、HCC、GC	1 类	合作开发 <sup>(5)</sup>	中国 (NMPA) <sup>(6)</sup>					2020 年底
					世界其他地区 <sup>(10)</sup>					前
KN052				全球						不适用
KN053				全球						
KN055				全球						
KN058				全球						

数据来源：康宁杰瑞制药业绩公告、康宁杰瑞制药公告、广发证券发展研究中心

NSCLC=非小细胞肺癌；TNBC=三阴乳腺癌；mBC=转移性乳腺癌；GC=胃癌；GEJ=胃食管结合部癌；HCC=肝细胞癌；BTC=胆道癌；RA=类风湿性关节炎；MSI-H=高微卫星不稳定性；dMMR=DNA 错配修复；GIC=胃肠癌

\*：核心产品



- (1)公司亦计划(i)KN046 开发用于食管鳞癌; 及(ii)KN046 联合 KN026 开发用于 HER2 阳性癌症, 包括胃癌/胃食管结合部癌、其他种类胃肠道肿瘤、乳腺癌、尿路上皮癌、非小细胞肺癌及妇科肿瘤等。
- (2)四种临床前双特异性候选药物中, 两种处于初步临床前研究阶段, 两种处于先导化合物优化阶段。
- (3)KN046 的 Ib 期研究针对各种类型的实体瘤, 并注重于晚期不可切除转移性鼻咽癌、尿路上皮癌及黑色素瘤。公司计划在 2021 年就鼻咽癌在中国提交有关 KN046 的首次生物制剂许可申请 (BLA)。
- (4)就 KN026 联合 IBRANCE®(PALBOCICLIB)治疗 HER2 阳性乳腺癌与 PFIZER 合作。
- (5)公司自主发明了 KN035, 且目前正与思路迪医药联合进行开发。根据与思路迪医药的合作开发协议, 待 KN035 获得 BLA 批准后, 思路迪医药将负责全球商业化。公司拥有生产 KN035 并向思路迪医药供应的权利及享有利润分成。
- (6)公司所有的临床阶段候选药物均获得国家药监局的伞式 IND 批准。部分适应症在中国关键性 II/III 期临床试验开展前可能不需要进行非关键性 II 期临床试验。根据公司的经验, 公司候选药物的比较研究需求乃基于具体案例的实际情况及与国家药监局的沟通而定。
- (7)公司进行中国 Ia 期临床试验作为桥接研究以利用公司的澳大利亚临床试验数据。
- (8)除 I 期临床试验外, 公司预期不会在澳大利亚就 KN046 开展任何其他临床试验或进行任何注册备案。
- (9)于 2018 年 10 月, KN026 获得 FDA 的 IND 批准。
- (10)正在美国 (美国) 及日本进行 I 期临床试验。于 2016 年 11 月及 2017 年 5 月, KN035 分别获得 FDA 及日本独立行政法人医药品医疗器械综合机构的 IND 批准。根据与思路迪医药的合作开发协议, 思路迪医药负责进行临床试验及注册备案。
- (11)由于商业敏感性, 公司并未披露有关该等肿瘤治疗双特异性单克隆抗体 (BsAb) 候选药物的其他详情。

### (九) 诺成建华

2019年取得研发服务合约收益1.25百万元, 2018年为1.62百万元; 研发费用213.1百万元, 同比增长42.3%; 销售费用3.46百万元 (组建销售团队); 管理费用63.6百万元, 同比增长263.1%; 净亏损2141.4百万元; 归母净亏损2150.4百万元。亏损主要由于2019年可转换可赎回优先股公允价值变动造成1814百万的负面影响。

表31: 诺成建华研发管线

阶段	候选药物	靶点	药品分类	适应症	全球权力	临床前	IND	1 期	2 期**	3 期	NDA 日期
临床阶段	ICP-022/ 奥布替尼*	BTK	小分子	复发难治 CLL/SLL	✓					※	已获优先受理 2020.1
				复发难治 MCL	✓					※	已获优先受理 2020.3
				复发难治 MZL	✓						
				复发难治 CNSL	✓						
				复发难治 WM	✓						
				IL: CLL/SLL	✓						
				复发难治非 GCB	✓						
				DLBCL(双重突变)	✓						
				FL(联合用药)	✓						
				B 细胞恶性肿瘤(篮式)	✓	美国					
临床前 <sup>5</sup>	ICP-192 <sup>1</sup>	泛 FGFR	小分子	SLE	✓						
				胆管癌	✓						
	ICP-105 <sup>2</sup>	FGFR4	小分子	尿路上皮癌	✓						
				HCC	✓						
	ICP-723 <sup>3</sup>	泛 TRK	小分子	NTRK 融合阳性癌症	✓						IND 获受理 2020.3
	ICP-330 <sup>4</sup>	TYK2	小分子	自身免疫性疾病	✓						

数据来源: 诺成建华年报、广发证券发展研究中心

注: ※: 注册性试验

B 细胞恶性肿瘤

自身免疫性疾病

实体瘤

临床前阶段

\*: 公司核心候选产品奥布替尼 (ICP-022)。

\*\*：基于公司与 NMPA 的沟通，就复发难治 CLL/SLL 及复发难治 MCL 的适应症递交新药申请的注册性试验为 II 期临床试验。基于该两项注册性 I 期及 II 期临床试验的结果，公司于取得 NMPA 的有条件批准后将需进行验证性 III 期临床试验。

- 1 公司已启动胆管癌 II 期试验，预计 2020 年二季度进行患者筛选。
- 2 公司预计于 2020 年第四季度完成 HCC I 期试验。
- 3 公司已于 2020 年第一季度向 NMPA 提交 NTRK 融合阳性癌症 IND 申请。
- 4 公司预计于 2020 年下半年向 NMPA 提交自身免疫性疾病 IND 申请。
- 5 公司目前有四种研发中的未披露 IND 准备阶段候选药物。

CLL = 慢性淋巴细胞白血病；SLL = 小淋巴细胞淋巴瘤；MCL = 套细胞淋巴瘤；MZL = 边缘区淋巴瘤；CNSL = 中枢神经系统淋巴瘤；GCB = 生发中心 B 细胞；DLBCL = 弥漫性大 B 细胞淋巴瘤；WM = 华氏巨球蛋白血症；FL = 滤泡性淋巴瘤；SLE = 系统性红斑狼疮；HCC = 肝细胞癌。

## (十) 基石药业

2019年度无营业收入，其他收入84.0百万元，同比增长161.5%；研发支出14.0亿元，同比增长64.2%；管理费用341.5百万元，同比增长78.8%；净亏损23.1亿元，同比增长28.7%；归母净亏损23.1亿元，同比增长32.3%；归属于普通股股东的净亏损20.7亿元，同比增长340.3%。

表32：基石药业研发管线

候选药物	分子靶点	主要适应症及治疗	权利	临床前	剂量递增	验证	关键性	NDA	伙伴
后期阶段	CS1001 (核心产品)	PD-L1	R/R cHL、R/R NKTL、NSCLC、GC、BC	全球					
	CS1003	PD-1	HCC、实体瘤	全球				台湾 NDA	Agios
	Ivosidenib	IDH1	R/R AML、1L AML、胆管癌	大中华					Blueprint
	Avapritinib	KIT&PDGFRA	PDGFRA 外显子 18 突变的 GIST	中国台湾					Blueprint
			PDGFRA/3L GIST、AdvSM、ISM	大中华					Blueprint
临床 I / N D	Pralsetinib	RET	1L/2L NSCLC、1L MTC4	大中华					Blueprint
	Fisogatinib	FGFR4	1L/2L HCC	大中华					
	CS1002	CTLA-4	实体瘤	全球					
	CS3006	MEK	实体瘤	全球					
	CS3003	HDAC6	实体瘤、R/R MM	全球					
临床前	CS3002	CDK4/6	实体瘤	全球					
	CS3005	A2aR	实体瘤	全球					
	NM21-1480	PD-L1/4-1BB/HAS	尚未披露	大中华、韩、新加坡					Numab
	CS1009	尚未披露	尚未披露	全球					
	CS3004	尚未披露	尚未披露	全球					
	CS2004	尚未披露	尚未披露	全球					

数据来源：基石药业业绩公告、基石药业公告、广发证券发展研究中心

注：AML=急性髓系白血病、AdvSM=晚期系统性肥大细胞增多症、cHL=经典型霍奇金淋巴瘤、GIST=胃肠道间质瘤、HCC=肝细胞癌、ISM=惰性系统性肥大细胞增多症、NKTL=自然杀伤/T 细胞淋巴瘤、NSCLC=非小细胞肺癌、MTC=甲状腺髓样癌、R/R=复发或难治性、SM=系统性肥大细胞增多症、MM=多发性骨髓瘤。

### (十一) 迈博药业

迈博药业2019年度无营业收入；其他收入18.0百万元，同比减少25.2%；研发费用134.2百万元，同比增长50.8%；管理费用63.0百万元，同比增长49.4%；净亏损202.5百万元；归母净亏损202.5百万元。

表33: 迈博药业研发管线

领域	靶标	适应症	药物代号	分类	临床前	1期	2或2/3期	3期	NDA	里程碑	预计完成时间	已上市竞争药物
呼吸	IgE	哮喘	CMAB007 (奥马珠单抗)	新药/核心产品						递交 NDA (2020Q3)	2021Q2	Xolair®
肿瘤	EGFR	结直肠癌	CMAB009 (西妥昔单抗)	新药/核心产品						递交 NDA (2022Q1)	2022Q3	Erbitux®
自身免疫疾病	TNF-α	类风湿关节炎	CMAB008 (英夫利昔单抗)	新药/核心产品						递交 NDA (2019.12)	2020Q4	Remicade®、 Humira®、 Enbrel®、 Simponi®、 Yisaipu®、 Anbainuo®
肿瘤	PD1	非小细胞肺癌及肝细胞癌	CMAB819 (纳武单抗)	新药						III 期 (2021Q3)	2026Q2	Opdivo®、 Keytruda®、 Tyvyt®、 JS001
肿瘤	HER2	乳腺癌/胃癌	CMAB809 (曲妥珠单抗)	生物类似药						III 期 (2020Q2)	2023Q2	Herceptin®
肿瘤	HER2	乳腺癌	CMAB810 (帕妥珠单抗)	生物类似药						III 期 (2021Q4)	2024Q2	Perjeta®
呼吸	RSV	预防 RSV 导致的危重下呼吸道感染	CMAB813 (帕利珠单抗)	生物类似药						III 期 (2022Q1)	2024Q4	Synagis®
肿瘤/自身免疫疾病	IL-1β	周期性发热综合征/全身型幼年特发关节炎	CMAB816 (卡那单抗)	生物类似药						III 期 (2022Q1)	2024Q3	IL1s®
肿瘤	EGFR	KRAS 野生型结直肠癌	CMAB017	创新药						III 期 (2023Q4)	2026Q4	Vectibix®
自身免疫性疾病	IL-17A	斑块型银屑病、银屑病关节炎及强直性脊柱炎	CMAB015	生物类似药						III 期 (2022Q2)	2024Q4	Cosentyx®
过敏、炎症性疾病	IL-5	哮喘及嗜酸性肉芽肿性多血管炎	CMAB018 (美泊利单抗)	生物类似药						III 期 (2021Q4)	2025Q4	Nucala®
感染	SARS-CoV SARS-CoV-2	新型冠状病毒肺炎	CMAB020	创新药						III 期 (2021Q1)	2022Q1	

数据来源：迈博药业业绩公告、广发证券发展研究中心

注：CMAB007、CMAB008、CMAB009 权利为中国及海外（不含日本、北美、欧洲）；CMAB020 权利为中国及海外（不含北美及欧洲）；其余权利为全球。

### (十二) 亚盛医药

亚盛医药2019年度营业收入14.5百万元，收益乃来自提供客户的非重复性研发服务及一名客户的知识产权许可费收入；毛利润12.4百万元，同比增长82.4%；管理费用161.6百万元，同比增长80.2%；研发支出463.9百万元，同比增长85.9%；净亏损14.8亿元；归母净亏损14.8亿元。亏损幅度较大主要由于可赎回优先股因公允价值变动产生836.7百万元亏损。

表34：亚盛医药研发管线

产品	机制	适应症	临床前	I 期	II 期	III 期	国家
HQP1351	BCR-ABL 突变体	耐药性 CML			关键 II 期		中国
		慢性髓性 CML					美国*
	KIT	GIST					中国
APG-2575	Bcl-2 选择性	CLL/SLL			※		中国、美国及澳洲
		WM					美国及澳洲
		AML					中国
APG-1252	Bcl-2/Bcl-xL	SCLC/NSCLC					中国、美国及澳洲
		NSCLC (组合)					中国
APG-115	MDM2-p53	实体瘤 (IO 组合)					中国及美国
		AML					中国及美国
APG-1387	LAP 二聚物	实体瘤 (IO 组合)					中国及美国
		乙型肝炎					中国
AT-101	Bcl-2/Bcl-xL/Mcl-1	CLL					中国及美国
APG-2449	FAK/ALK/ROS1	NSCLC					中国
HQP8361	c-Met 选择性	癌症 (c-Met+)					中国
Bcl-2 相关	与 Unity 研发抗衰老业务的战略关系						美国

数据来源：亚盛医药业绩公告、广发证券发展研究中心

注：\*：获美国 FDA 孤儿药认定；※：在中国获批 Ib/II 期临床

### (十三) 华领医药

华领医药2019年度未通过销售商品或提供服务产生任何收益，实现银行利息收入和政府补助收入29.6百万元，同比增长184.6%；研发费用321.9百万元，同比增长19.6%；管理费用146.6百万元，同比增长46.0%；归母净亏损425.3百万元。

表35: 华领医药研发管线

试验	药名	适应症	试验类型	临床前	1期	2期	3期	NDA
HMM0301	Dorzagliatin	未用药二型糖尿病	登记临床试验					
HMM0302	Dorzagliatin + 二甲双胍	二甲双胍耐受性二型糖尿病	登记临床试验					
HMM0311	Dorzagliatin +vs 口服降糖药	待定	标签扩展					
HMM0312	Dorzagliatin +vs 口服降糖药	待定	标签扩展					
HMM0109	Dorzagliatin	肝损伤二型糖尿病	标签扩展					
HMM0110	Dorzagliatin	肾损伤二型糖尿病	标签扩展					
HMM0111	Dorzagliatin + DPP-4	肥胖型二型糖尿病	PK/PD & DDI					
HMM0112	Dorzagliatin + SGLT-2	代谢综合征	PK/PD & DDI					
HMM0113	Dorzagliatin + 阿托伐他汀	标签扩展	PK/PD & DDI					
HMM0114	Dorzagliatin + 缬沙坦	标签扩展	PK/PD & DDI					
HMM0115	Dorzagliatin + 磺酰脲类	磺酰脲类耐受性二型糖尿病	PK/PD & DDI					
HMM0116	Dorzagliatin + 阿卡波糖	阿卡波糖耐受性二型糖尿病	PK/PD & DDI					
HMM0117	Dorzagliatin + 利拉鲁肽	胰高血糖素样肽-1 耐受性糖尿病	PK/PD & DDI					
HMM0119	Dorzagliatin + 吡格列酮	非酒精性脂肪性肝炎二型糖尿病	PK/PD & DDI					
HMM1201	Dorzagliatin + 胰岛素	基础胰岛素耐受性二型糖尿病	Insulin sparing					
HMM1202	Dorzagliatin + 胰岛素	未用药严重二型糖尿病	临床前试验					
	mGLUR5		临床前试验					

数据来源: 业绩简报、广发证券发展研究中心 注: 正在进行 计划

#### (十四) 歌礼制药

2019年营收173.4百万元, 同比增长4.28%; 毛利润124.3百万元, 同比下降19.3%, 毛利率71.7%; 研发费用126.0百万元, 同比下降12.2%; 销售费用100.5百万元, 同比增长71.4%; 管理费用49.0百万元, 同比下降42.9%; 净亏损96.0百万元。

表36: 歌礼制药研发管线

领域	靶点	产品	Pre-IND	IND获批	I期	II期	III期	ND A	上市	合作伙伴	权益区域
慢性丙肝	NS3/4A	戈诺卫® (达诺瑞韦)								Roche	大中华区
	N55A	拉维达韦								Presidio	大中华区
	双靶点复方制剂	ASC18								内部研发	大中华区
	NS5B	ASC21								Medivir	大中华区
慢性乙肝	干扰素受体	派罗欣®(聚乙二醇干扰素 alfa-2a)								Roche	中国大陆
	PD-L1	ASC22								康宁杰瑞	大中华区
	未披露	候选药物								内部研发	全球
	未披露	候选药物								内部研发	全球
艾滋病	蛋白酶	利托那韦								内部研发	全球
	蛋白酶	ASC09/利托那韦复方								内部研发	中国大陆、澳门
非酒精性脂肪肝病	FASN	ASC40								Sagimet	大中华区
	甲状腺激素受体 β	ASC41								内部研发	全球
	未披露	候选药物								内部研发	全球
肝癌	VEGR & KSP	ASC06								Alnylam	大中华区

数据来源: 歌礼制药业绩报告、广发证券发展研究中心

### (十五) 中国抗体

2019年度无营业收入，其他收入约3.0百万元，主要来源于银行利息收入、按公允价值计入损益的股权投资的股息收入、按公允价值计入损益的股权投资的公允价值变动及政府补贴，同比下降65.5%；研发费用214.3百万元，同比增长353.32%；管理费用61.5百万元，同比增长584.1%；净亏损276.3百万元。

表37：中国抗体研发管线

产品	适应症	新药研究阶段			1 期	2 期	3 期
SM03 (抗 CD22 单抗) (靶点首创)	类风湿性关节炎 (RA)						
	非霍奇金淋巴瘤 (NHL)						
	系统性红斑狼疮 (SLE)						
	干燥综合症 (SS)						
SN1011 (BTK 抑制剂) (第三代)	类风湿性关节炎 (RA)						
	系统性红斑狼疮 (SLE)						
	天疱疹						
SM17 (人源化抗 IL17BR 单抗) (同类首创和靶点首创)	哮喘						
	特发性肺纤维化 (IPF)						
SM09 (人源化抗 CD20 单抗)	非霍奇金淋巴瘤 (NHL)						
	类风湿性关节炎 (RA)						
SM06 (人源化抗 CD22 单抗)	类风湿性关节炎 (RA)						
	非霍奇金淋巴瘤 (NHL)						
	系统性红斑狼疮 (SLE)						
	干燥综合症 (SS)						
TNF2 (人源化单抗)	类风湿性关节炎 (RA)						

数据来源：中国抗体业绩公告、广发证券发展研究中心

注：临床阶段 新药研究阶段



## (十六) 东曜药业-B

2019年度营收45.3百万元，同比增长15.5%；毛利润34.0百万元，增长2.4%；毛利率75.1%；研发费用191.1百万元，同比增长1.3%；销售费用31.5百万元，同比下降19.0%；管理费用95.1百万元，同比增长74.2%；净亏损299.3百万元。

表38：东曜药业研发管线

类别	在研药物	适应症	注册种类	临床前	临床试验			NDA <sup>(1)</sup>	商业权利	市场规模 2024E
					1 期	2 期	3 期			
单克隆抗体/重组蛋白	TAB008 <sup>(2)</sup> (抗VEGF mAb)	非鳞状非小细胞肺癌 (nsNSCLC) <sup>(3)</sup>	第 2 类生物类似药						全球	142 亿
	TAD011(抗EGFR mAb)	鼻咽癌、食管癌、胰腺癌	第 2 类新药					预计 2023	全球	25 亿
	TAB014 <sup>(4)</sup> (抗VEGF mAb)	湿性年龄相关黄斑变性(wAMD)	第 1 类新药					预计 2022	全球 <sup>(5)</sup>	80 亿
	TAY018(抗CD47 mAb)	非霍奇金淋巴瘤、骨髓增生异常综合征、急性骨髓性白血病、实体瘤	第 1 类新药					-	全球	-
	TEP118 <sup>(6)</sup> (修饰型透明质酸酶)	胆道癌、胆囊肿瘤、转移性癌、非小细胞肺癌、胃癌	第 1 类新药					-	全球	-
ADC 药物	TAA013(抗HER2 ADC)	HER2 阳性乳腺癌	第 1 类新药					预计 2022	全球	15 亿
溶瘤病毒药物	TVP211(基因改造痘苗病毒)	实体瘤	第 1 类新药					-	全球	-
脂质体化学药物	TID214(多西他赛脂质体)	实体瘤	第 2 类新药					-	全球	-
	TIO217(奥沙利铂脂质体)	胃肠道肿瘤	第 2 类新药					-	全球	-
类别	在研药物	适应症	注册种类	CMC	BE 研究		ANDA <sup>(7)</sup>		市场规模 2024E	
小分子化学药物	TOZ309(替莫唑胺)	恶性脑胶质瘤	第 4 类仿制药						25 亿	
	TOM312(醋酸甲地孕酮)	与癌症及艾滋病相关的恶病质	第 5.2 类进口药					预计 2021	8.43 亿	
	TIC318(卡铂)	上皮细胞来源卵巢癌、小细胞肺癌、头颈部鳞状细胞癌、鼻咽癌、恶性淋巴瘤、宫颈癌、膀胱癌及 NSCLC	第 4 类仿制药					-	-	

数据来源：东曜药业业绩简报、广发证券发展研究中心

注：上市正在推进的重要里程碑

注：(1)NDA 适用于申请新药物及第 5.1 类进口药；(2)最快进度的生物药；(3)TAB008 为一种贝伐珠单抗生物类似药，贝伐珠单抗获批于中国治疗 nsNSCLC 及 mCRC，贝伐珠单抗于美国或欧盟获批的其他适应症包括恶性胶质瘤、肾细胞癌、宫颈癌、卵巢癌及乳腺癌；(4)TAB014 为贝伐珠单抗的眼科制剂；(5)已授出于中国大陆、香港及澳门的商业化许可；(6)重组蛋白；(7)ANDA 适用于申请仿制药或第 5.2 类进口药

### （十七）启明医疗-B

启明医疗2019年实现营业收入2.33亿元，同比增长102%；毛利润1.95亿元，同比增长97%；销售费用1.25亿，同比增长86.3%；研发费用2.01亿，同比增长91.4%；管理费用1.98亿元，同比下降-11.7%；归母净亏损-3.81亿元。

表39：启明医疗研发管线

产品		临床前	临床试验	注册
TAVR 产品	★ VenusA-Valve (不可恢复)	已推出		
		在哥伦比亚、菲律宾和巴西获批准，正在台湾申请注册		
	VenusA-Plus (可恢复)	临床试验完成，正在申请注册		
	★ VenusA-Pilot (可恢复及可操纵)	正在进行动物研究		
TPVR 产品	★ VenusP-Valve (就患有或未患有RVOTD而言)	已完成临床试验，正在准备申请注册		
		CE 标志：正在进行临床试验，正在申请临床注册		
		FDA：正在进行动物试验		
TMVR/TTVR 产品	TMVR 瓣膜	设计阶段		
	TTVR 瓣膜	设计阶段		
配套产品	TAV8	正在进行临床试验		
	V8/TAV8	已推出、已取得 FDA 许可		
	TriGUARD3	CE 标志：申请注册已获批		
		FDA：完成临床试验，正在准备申请注册		

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心 注：中国状况 全球状况 ★ 核心产品

可恢复：使医生能够在 TAVR 手术中恢复瓣膜

可操纵：使医生能够在 TAVR 手术中操纵瓣膜的位置

未患 RVOTD 的患者：指未患 RVOTD 的患者但有类似症状的患者，可使用 VenusP-Valve 通过 TPVR 手术治疗

### （十八）沛嘉医疗-B

沛嘉医疗2019年实现营业收入1870万；毛利润1201万；销售费用748万；研发费用5513万，同比增长98.0%；管理费用1.73亿元，同比增长279.5%；年内净亏损-5.32亿元。亏损幅度较大主要由于向投资者发行的金融工具公允价值变动损失3.08亿元。

表40: 沛嘉医疗研发管线

产品或在研产品			临床前	临床	注册	商业化
经导管瓣膜治疗	TAVR 在研产品	TaurusOne® (核心产品) ★	已完成可行性临床试验; 正在进行确认性临床试验			
		TaurusElite (可回收) +	正在进行临床试验			
		TaurusNXT (可回收、可调弯及无戊二醛抗钙化) +	型式试验/动物 试验			
	TMVR/TTVR 在 研产品	TMVR 装置 +	型式试验/动物 试验			
		TTVR 装置 +	型式试验/动物 试验			
	配套在研产品	冲击波球囊 +	动物试验			
		预阔球囊 ▲	型式试验			
		引导鞘管 ▲	型式试验			
		输送导丝 ▲	型式试验			
		二尖瓣修复装置	设计阶段			
神经介入	Jasper®颅内可电解脱弹簧圈		于中国获得国家药监局批准, 于巴西及印度尼西亚获得批准, 于土耳其及克罗地亚获得 CE 标志及于厄瓜多尔注册			
	Presgo®机械解脱弹簧圈		于中国获得国家药监局批准及于巴西获得批准			
	Presgo®微导丝		于中国获得国家药监局批准			
	Presgo®微导管		于中国获得国家药监局批准			
	易必达®导引导管		于中国获得国家药监局批准			
	Jasper®电解脱仪		获得上海药监局批准			
	申翼®支架取栓器 +		正在进行临床试验			
	球囊扩张导管 ▲		向中国国家药监局申请批准中			
	中间导管 ▲		向中国国家药监局申请批准中			
	远程通路导引导管 ▲		设计阶段			
	血栓抽吸导管		设计阶段			
	球囊微导管 ▲		设计阶段			
	球囊导引导管		设计阶段			
	热熔可解脱弹簧圈		设计阶段			
	颅内支架		设计阶段			
	Jasper 超软可电解脱弹簧圈		设计阶段			

数据来源: 招股书、广发证券发展研究中心 注: ★ 核心产品 + 主要在研产品 ▲ 根据国家药监局颁布的《免于进行临床试验医疗器械目录》(经修订), 在研产品中获豁免遵守临床试验规定

可回收功能: 允许医生于 TAVR 手术中取回瓣膜(如瓣膜初始放置的位置不理想)。

可调弯功能: 允许医生在 TAVR 手术中控制瓣膜的位置及方向。

无戊二醛抗钙化技术: 可有效抵抗瓣膜钙化, 并显著提高瓣膜的耐用性。

## 广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富医药生物行业第五名。

孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

马步云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

李东升：联系人，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

肖鸿德：联系人，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与威高股份(01066)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。