

2020年医药行业11月策略报告 静待创新药医保谈判落地

证券分析师：朱国广
执业证书编号：S060052007004
联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn
2020年11月6日

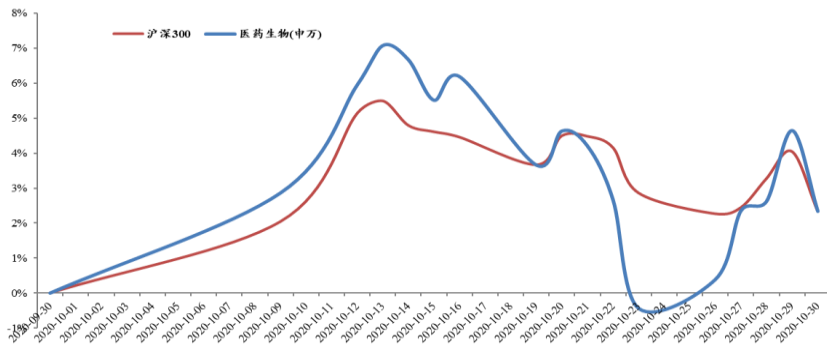
- **年末哪些标的年内会有显著超额收益？**该类标的具有三大特征：其一很可能受益于2020年创新药医保谈判，尤其是像PD1/PD-L1等重磅产品；其二2020年Q4业绩预期较好；其三：高增长产业龙头，估值切换逐步展开。十月份医药指数止跌小幅收涨，年内最后两个月很可能结构化强势，原因有三，其一高增长子行业估值切换；其二海外疫情形势较为严峻，疫情受益标的抬头，将会促使医药板块人气回笼；其三国内外疫苗研发或将有新进展，催化医疗板块持续走强。
- **现在可以重点配置什么？**医疗器械受到冠脉支架带量采购等影响较弱，但IVD领域中的化学发光不仅增速快、更能对带量采购政策相对免疫。东吴医药团队8月份以来连续发布多篇重磅器械研究成果，医疗器械研究方法、IVD专题研究报告等，其中重点推荐化学发光等诊断性耗材，其中重点阐述了为什么现在推荐化学发光产业？国产迈瑞医疗、新产业、安图生物等有何差异？从估值上看，它们2021年估值约55倍左右，但谁的性价比更高？另外疫苗产业景气度持续高涨、恒瑞医药相对于2017年以来，再次进入战略性配置阶段。
- **具体配置思路**
 - **医疗器械**：眼科耗材：昊海生科、爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：凯利泰、大博医疗、三友医疗、春立医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学；低值耗材：威高股份、三鑫医疗；
 - **原料药**：华海药业、九洲药业、美诺华等；
 - **疫苗**：康泰生物、智飞生物、沃森生物等；
 - **创新药及产业链**：恒瑞医药、药明康德、复星医药、亿帆医药等；
 - **苏州创新药组合**：信达生物、康宁杰瑞、基石药业、亚盛药业等；
 - **医疗服务**：美年健康、通策医疗、爱尔眼科等；
 - **药店**：大参林、老百姓、益丰药房等。
- **【投资组合】恒瑞医药、安图生物、新产业、迈瑞医疗、智飞生物、药明康德、长春高新、万泰生物。**
- **风险提示**：集采降价超预期风险、医改政策执行进度低于预期风险、行业竞争加剧风险、境内外疫情反复风险、医疗事故风险

- 一、医药10月行情回顾
- 二、全球第二波疫情开启，新冠疫苗研发持续推进
- 三、海内外创新药研究进展
- 四、2020年11月医药行业投资策略及标的
- 五、风险提示

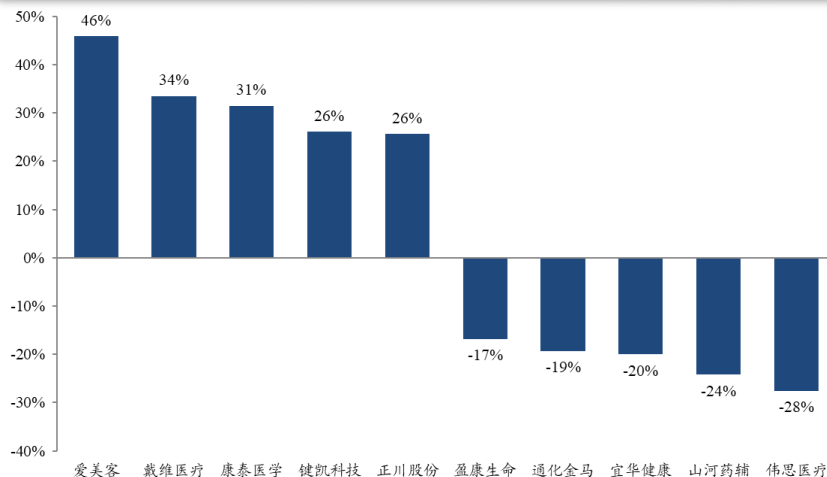
一、10月行情回顾

1.1 医药二级市场表现（截止2020/10/31）

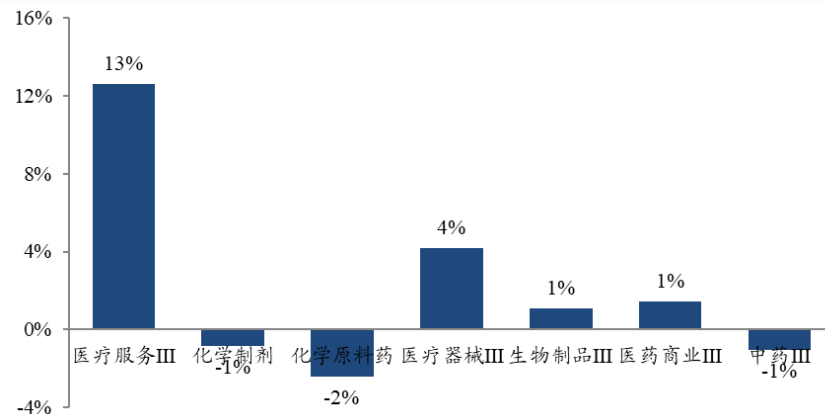
2020年10月医药指数相对沪深300走势



2020年10月医药个股涨跌幅排名



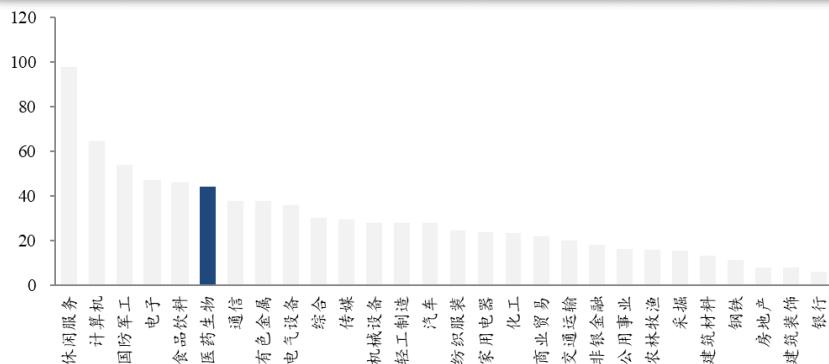
2020年10月医药子行业二级市场涨跌幅



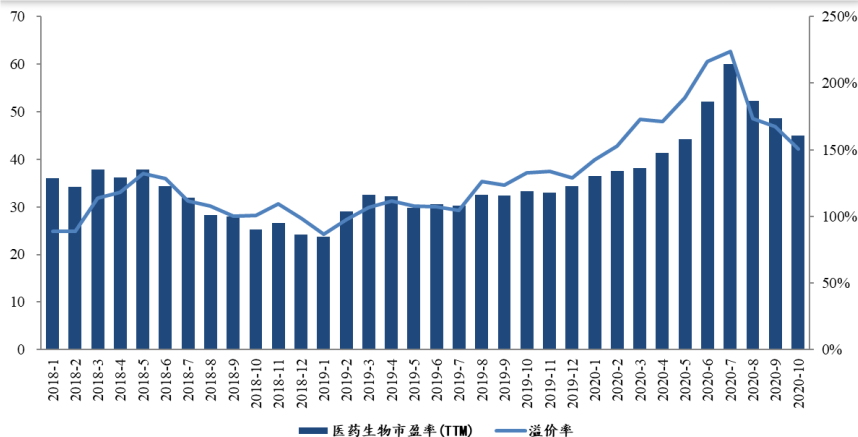
- 2020年10月份，申万医药指数上涨2.34%，跑输沪深300指数0.01个百分点。
- 2020年10月份，医疗服务涨幅最大为13%，其次为医疗器械（4%）和医药商业（1%）；化学原料药板块跌幅最大为-2%。
- 不考虑上市新股，10月份医药上市公司中涨幅最大分别为爱美客（+46%）、戴维医疗（+34%）、康泰医学（+31%），跌幅最大分别为伟思医疗（-28%）、山河药辅（-24%）、宜华健康（-20%）。

1.2 医药行业市盈率和溢价率

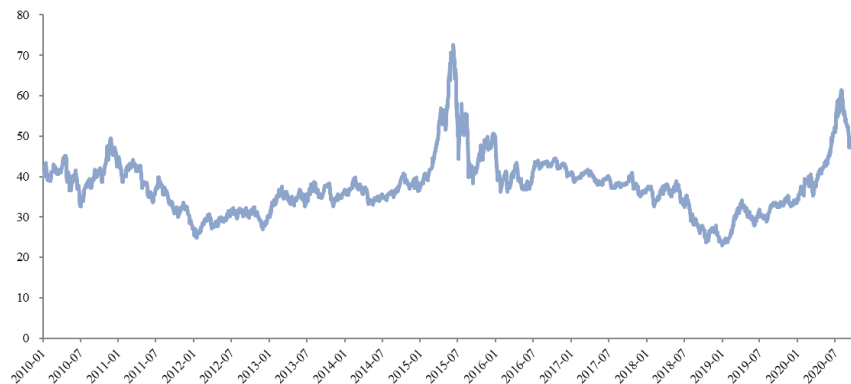
申万一级行业市盈率比较（TTM，剔除负值）



申万医药市盈率及与A股溢价率



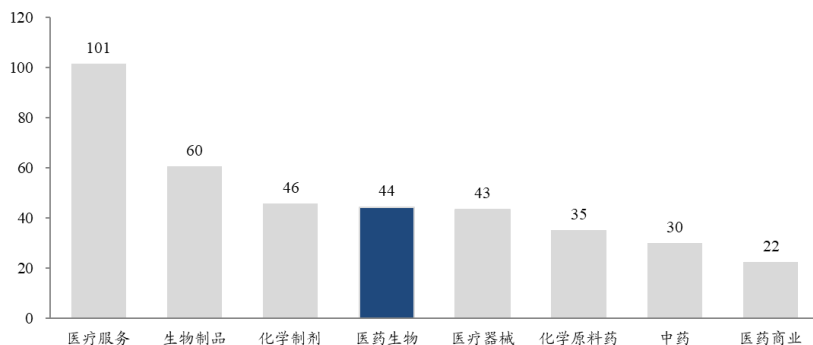
申万医药市盈率历史变化趋势



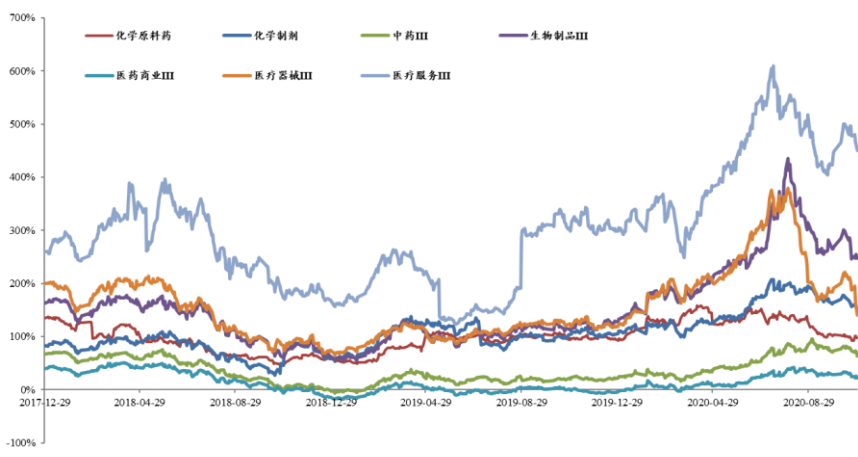
- 横向看：医药行业PE(TTM)为44倍，在申万一级行业排名第六。
- 纵向看：过去10年医药行业PE最高73倍，最低23倍，平均值38倍，目前医药行业PE高于历史平均估值。
- 医药行业相对于全部A股估值溢价率为150%，2020年10月份表现为下降趋势。

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

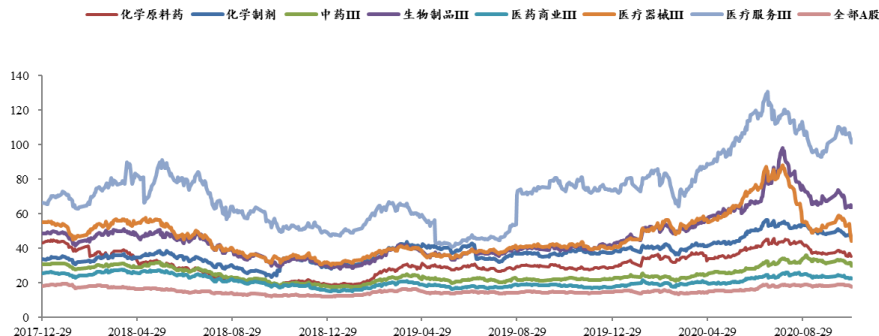
申万医药子行业市盈率比较（TTM整体法）



申万医药子行业相对A股的溢价率



申万医药各子行业市盈率历史变化趋势

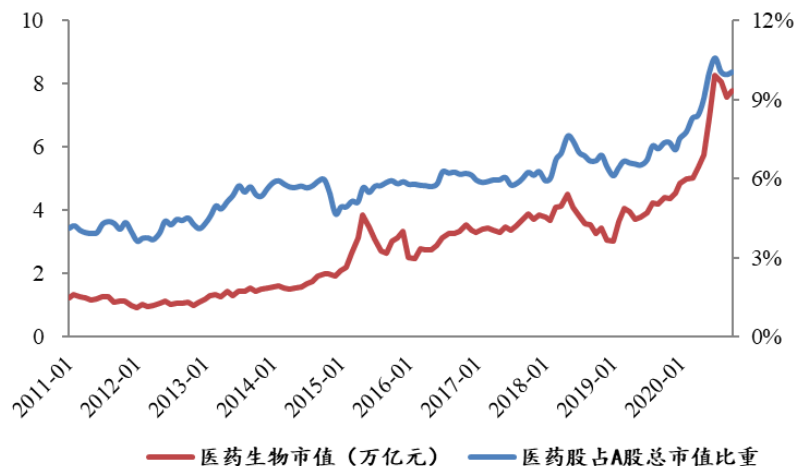


- 横向看：医疗服务（101倍）、生物制品（60倍）和化学制剂（46倍）的市盈率最高，原料药（35倍）、中药（30倍）和医药商业（22倍）的市盈率最低。
- 纵向看：2020年10月份医药板块股价小幅上涨，但各板块的市盈率及相对全部A股的溢价率有明显回落。

1.4 医药行业占A股市值比重提升，公募基金持仓比重回落

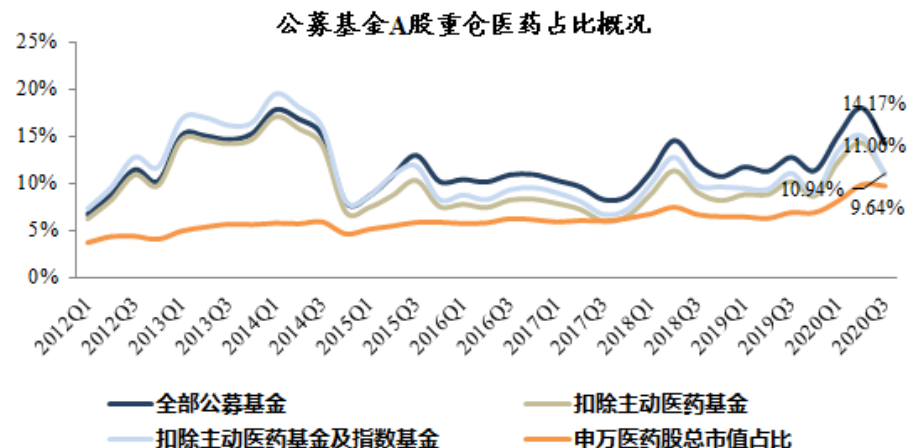
- 医药行业小幅上涨，市值出现回升，截止2020年10月31日，医药行业持仓总市值约7.8万亿，占全部A股的市值从2011年的4%提升至10%；
- 2020年三季度公募基金重仓医药行业的比例为14.2%，如果扣除主动医药基金及指数基金，重仓比例为11.1%，环比显著降低，远低于2014峰值持仓比例20%。

医药股占A股总市值比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公募基金A股重仓医药行业比重提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

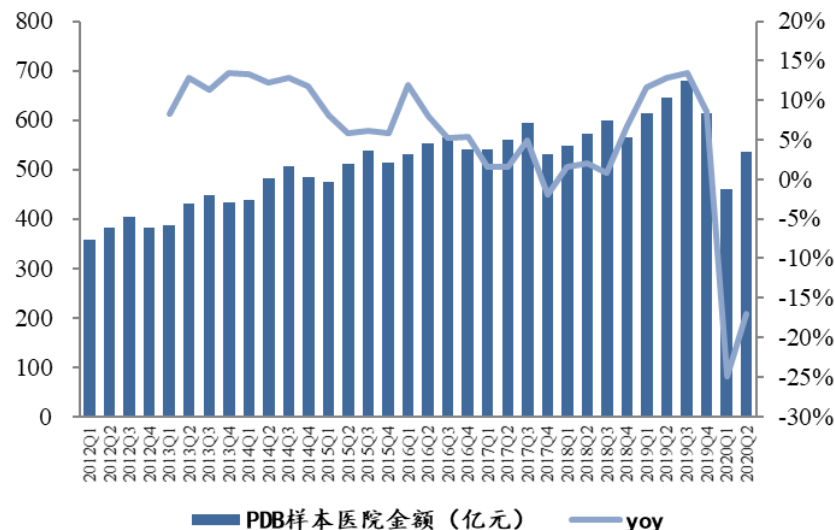
1.5 医药制造业数据Q3持续改善

- 国家统计局规模以上医药制造业数据：截止到2020年9月，累计实现营业收入1.75万亿元，较去年同期相比增长1.6%，实现利润总额2505亿元，较去年同期相比增长8.2%，相比2020H1累计收入和净利润增速分别为-2.3%和2.1%，表明2020Q3医药行业持续改善。
- PDB样本医院药品数据：2020Q2，受疫情影响，医院客流量显著下降，2020Q1样本医院药品销售增速为-25.0%。2020Q2，随着疫情好转，2020Q2样本医院药品销售增速收窄为-17.0%。

医药工业上市公司收入及利润累计同比增速



样本医院销售增速情况（按季度）

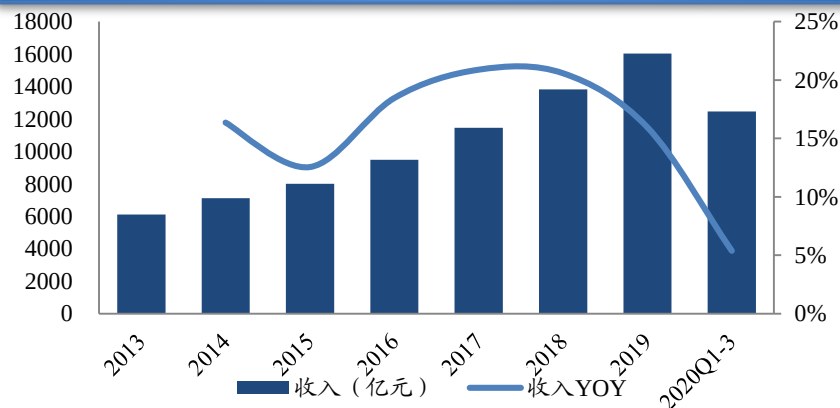


数据来源：Wind，PDB，东吴证券研究所

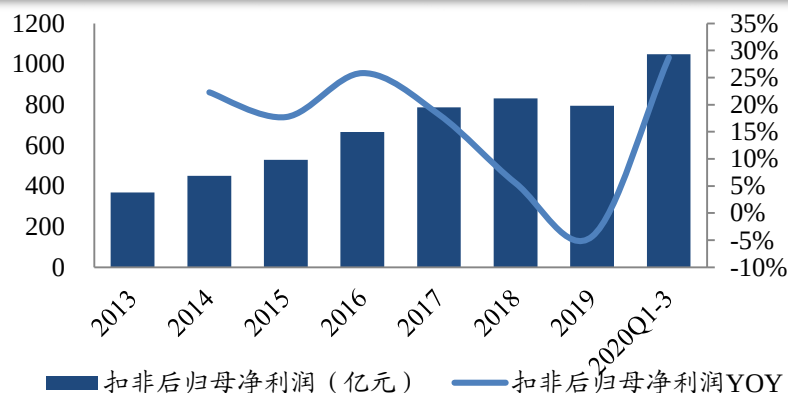
1.6 医药上市公司业绩Q3恢复强劲增长

- 302家医药上市公司2020Q1~Q3半年收入总额增速为5.4%、扣非归母净利润总额增速为28.6%。随着2020Q3疫情进一步缓解，2020Q3营业收入总额增长14.3%，扣非归母净利润总额增长51.6%。

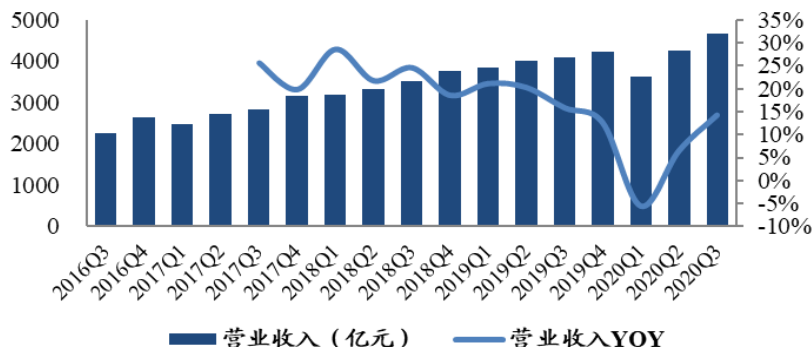
上市公司收入总额及增速



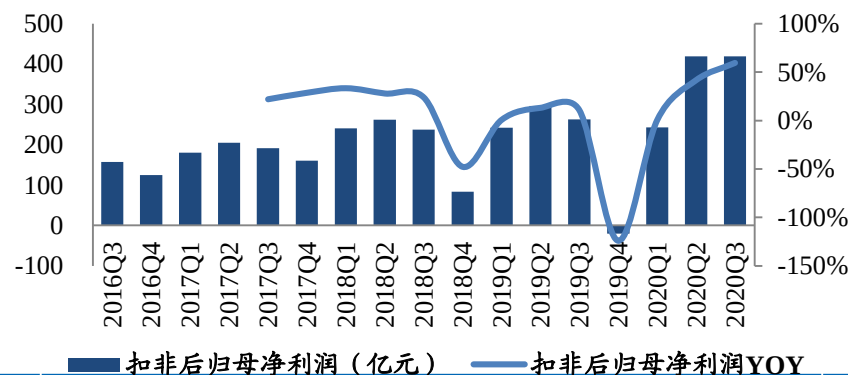
上市公司扣非归母净利润总额及增速



上市公司收入总额及增速 (单季度)



上市公司扣非归母净利润总额及增速 (单季度)



1.7 2020Q1-3中国医药行业各细分领域表现

- 2020Q1：收入增长最快的三个细分领域依次为药店、创新药产业链、医疗器械；利润增长最快的三个细分领域依次为药店、医疗器械、创新药产业链。
- 2020Q2：收入增长最快的三个细分领域依次为医疗器械、创新药产业链、药店；利润增长最快的三个细分领域依次为医疗器械、创新药产业链、药店。
- 2020Q3：收入增长最快的三个细分领域依次为医疗器械、创新药产业链、药店；利润增长最快的三个细分领域依次为医疗器械、药店、生物药。

2020Q1、2020Q2及2020Q3医药行业各细分领域收入及净利润增速情况

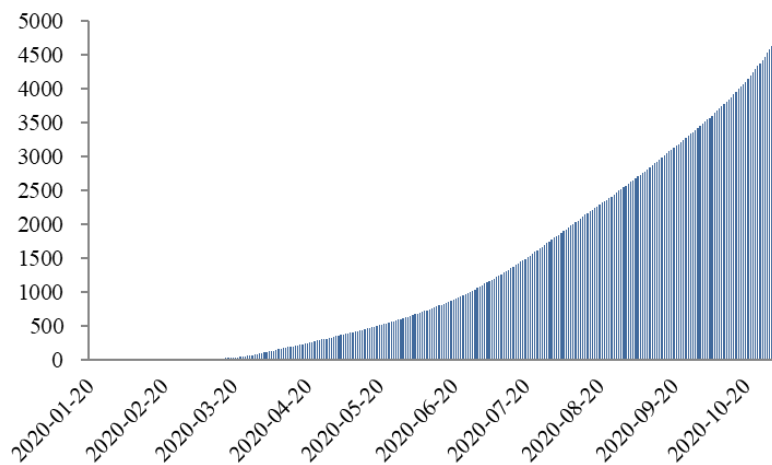
细分行业	2020Q1		2020Q2		2020Q3	
	收入yoy	净利润yoy	收入yoy	净利润yoy	收入yoy	净利润yoy
上市公司合计	-5.6%	-7.3%	6.5%	42.9%	14.3%	51.6%
化药制剂	-9.4%	-5.1%	-4.3%	6.2%	4.8%	-3.1%
化药原料药	-4.4%	8.1%	11.1%	30.5%	6.2%	9.8%
中药	-7%	-14.8%	-5.8%	-12.7%	0.2%	26.6%
其中：品牌中药	-3.3%	-10.1%	-2.4%	-10%	10.9%	40%
其中：口服中药	-8%	-17.8%	-9.2%	-18.5%	-5.4%	35.8%
其中：注射中药	-8.6%	-13.9%	2.9%	0.6%	6.7%	-13.8%
生物药	-6.2%	-8.3%	15.7%	25.8%	24.2%	41.6%
其中：血制品	3.6%	0.0%	-3.1%	-10.3%	15.9%	-1.4%
其中：疫苗	4.7%	-16.5%	58.1%	60.8%	68.9%	103.3%
其中：其他生物药	-15.6%	-7.5%	-0.5%	19.7%	4.8%	31.3%
医疗器械	11%	20.3%	88%	194.7%	84.7%	210.7%
其中：IVD	8.5%	25.1%	116.9%	285.9%	99.8%	256.9%
其中：耗材	-12.4%	-18.2%	13.1%	14.8%	22.6%	33.2%
其中：其他医疗器械	15.8%	27.6%	87.5%	198.5%	88.1%	235.1%
创新药产业链	15.8%	13.5%	33.1%	135.8%	35.2%	30.2%
其中：CMO	11.7%	16.9%	40.5%	58.9%	33.9%	60.5%
其中：CRO	17.0%	12.5%	30.8%	156.7%	35.7%	22.4%
医药流通	-7.0%	-9.3%	1.0%	12.8%	11.7%	27.3%
药店	23.3%	30.9%	25.1%	40.8%	26.2%	41.8%
医疗服务	-31.1%	-276.6%	-2.8%	15.7%	25.1%	26.8%

二、全球第二波疫情开启，新冠疫苗研发持续推进

海外疫情持续严峻，单日新增屡创新高

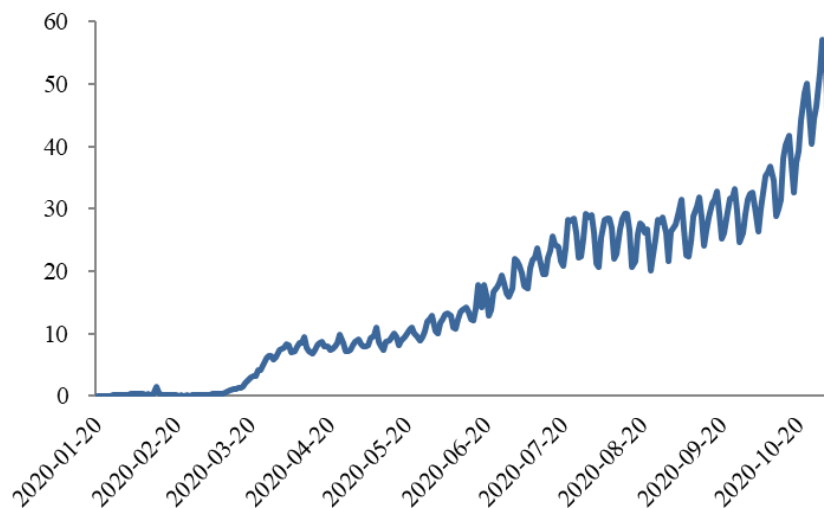
- 海外方面，截止2020年11月1日24时，全球累计确诊病例超过4682万例，死亡病例超过110万例，死亡率达到2.3%，单日新增病例也呈现上行趋势，近半个月来，全球每日新增病例超过40万人。
- 美国、印度、巴西为重灾区，累计确诊病例分别为947万例、823万例、554万例；11月1日，每日新增最高的国家是美国、印度和法国，分别是71321、46426和46290，总的来看，目前全球疫情仍持续严峻，短时间内看不到拐点。

全球累计确诊病例数（万人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

全球单日新增确诊病例数（万人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

全球进入临床阶段的新冠疫苗（截止2020.10.29）-WHO统计

研究机构	技术平台	具体技术路线	剂数	接种程序	临床阶段				相同技术路线
					Phase 1	Phase 1/2	Phase 2	Phase 3	
科兴生物	灭活疫苗	灭活+明矾佐剂	2	0, 14days		NCT04383574 NCT04352608 NCT04551547		NCT04456595 669/UN6. KEP/EC/ 2020 I SRCTN89951424	SARS
牛津大学/阿斯利康	非复制病毒载体	ChAdOx1-S腺病毒载体	1			PACTR202006922165132 2020-001072-15 NCT04568031	2020-001228-32	NCT04516746 NCT04540393 CTRI/2020/08/027170	MERS, 流感, TB, 奇昆古尼亚病毒, 寨卡, 乙脑, 鼠疫
武汉研究所/国药集团	灭活疫苗	灭活	2	0, 14or21days		ChiCTR2000031809		ChiCTR2000034780	
北京研究所/国药集团	灭活疫苗	灭活	2	0, 14or21days		ChiCTR2000032459		ChiCTR2000034780 NCT04560881	
Moderna/NIAID	RNA	LNP-encapsulatedmRNA	2	0, 28days	NCT04283461		NCT04405076	NCT04470427	多种
BioNTech/复星医药/辉瑞	RNA	3LNP-mRNAs	2	0, 28days		Phase1/2: 2020-001038-36	2020-001038-36 ChiCTR2000034825 NCT04537949	NCT04368728	
康希诺生物/军科院	非复制病毒载体	AdenovirusType5V ector腺病毒载体	1		ChiCTR2000030906		ChiCTR2000031781 NCT04566770	NCT04526990 NCT04540419	埃博拉
Gamaleya Research Institute	非复制病毒载体	腺病毒载体	1			NCT04436471 NCT04437875	NCT04587219	NCT04530396 NCT04564716	
Janssen Pharmaceutical Companies	非复制病毒载体	Ad26COVS1	2	0, 56days		NCT04436276		NCT04505722	
Novavax	重组蛋白	佐剂+重组蛋白	2	0, 21days		NCT04368988	NCT04533399	2020-004123-16	
智飞生物/中国科学院微生物研究所	重组蛋白	佐剂+重组蛋白	2or3	0, 28 or 0, 28, 56days	NCT04445194	NCT04550351	NCT04466085		MERS
Curevac	RNA	mRNA	2	0, 28days	NCT04449276		NCT04515147		RABV, LASV, YFV; MERS, InfA, ZIKV, DENV, NIPV
中国医学科学院	灭活疫苗	灭活	2	0, 28days	NCT04412538	NCT04470609			
Inovio/International Vaccine Institute	DNA	DNA质粒（电穿孔）	2	0, 28days		NCT04447781 NCT04336410			多种
OsakaUniversity/AnGes/TakaraBio	DNA	DNA质粒疫苗+佐剂	2	0, 14days		NCT04463472			
Cadila Healthcare	DNA	DNA质粒疫苗	3	0, 28, 56days		CTRI/2020/07/026352			
GenexineConsortium	DNA	DNAVaccine(GX-19)	2	0, 28days		NCT04445389			
BharatBiotech	灭活疫苗	全病毒灭活	2	0, 14days		NCT04471519			
Kentucky Bioprocessing, Inc	重组蛋白	RBD-based	2	0, 21days		NCT04473690			
Arcturus/Duke-NUS	RNA	mRNA				NCT04480957			
三叶草生物/GSK/Dynavax	重组蛋白	重组蛋白亚基（蛋白质三聚体化平台）	2	0, 21days	NCT04405908				HIV, REVIInfluenza
Vaxine PtyLtd/Medytox	重组蛋白	Advax 100 佐剂重组蛋白	1		NCT04453852				
University of Queensland/CSL/Seqirus	重组蛋白	MF59佐剂重组蛋白	2	0, 28days	ACTRN12620000674932p				Nipah, 流感, 埃博拉, Lassa
ImperialCollegeLondon	RNA	LNP-nCoVsaRNA	2		ISRCTN17072692				埃博拉; LASV, MARV, Inf (H7N9), RABV
军科院/沃森生物/艾博生物	RNA	mRNA	2	0, 14or0, 28days	ChiCTR2000034112				
MedicagoInc.	VLP病毒颗粒	VLP	2	0, 21days	NCT04450004				流感, Rotavirus, Norovirus, WestNilevirus, Cancer
Medigen Vaccine Biologics Corporation/NIAID/Dynavax	重组蛋白	S-2P protein + CpG 1018	2	0, 28days	NCT04487210				

三、全球创新药研究进展

十月国内新药审批进展（获批上市）

- 创新药与改良药方面，2020年10月，NMPA批准阿替利珠单抗（商品名：泰圣奇，Tecentriq）联合贝伐珠单抗（以下简称“T+A”联合疗法）用于治疗既往未接受过系统治疗的不可切除肝细胞癌（HCC）患者。此次获批的主要依据是III期临床试验IMbrave150的研究结果，其中包括对194名中国亚群患者的分析。

企业名称	药品名称	注册分类	靶点国内上市	靶点国内临床获批	靶点	适应症
辉瑞投资有限公司	氯苯唑酸软胶囊	5.1	4	0	TTR	甲状腺素蛋白淀粉样变性心肌病
深圳华润九新药业有限公司	注射用头孢比罗酯	5.1	1869	720	PBP	抗感染
罗氏（中国）投资有限公司	阿替利珠单抗注射液		2	27	PD-L1	既往未接受过系统治疗的不可切除肝细胞癌

- 仿制药与生物类似物方面，2020年9月，国家药品监督管理局药品审评中心（以下简称药审中心）共计获批上市仿制药与生物类似物41个，申报上市57个，批准一致性46个，申报一致性88个，申报临床14个；

企业名称*	药品名称	注册分类	一致性过评	一致性申请	靶点	适应症
江苏恒瑞医药股份有限公司	格隆溴铵注射液	3	1	9	mAChR	十二指肠溃疡、胃溃疡等
正大天晴药业集团股份有限公司	卡格列净	4	2	1	SGLT-2	T2DM
四川海思科制药有限公司	培哚普利叔丁胺片	4	1	3	ACE	高血压、心脏病
信达生物制药（苏州）有限公司	利妥昔单抗注射液	2	3	12	CD20	非霍奇金淋巴瘤等
江苏恒瑞医药股份有限公司	盐酸普拉克索缓释片	4	2	11	dopamine receptor	帕金森病

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所（截止2020.10.31）

注*：选取部分产品

- 从创新药与改良药的上市申报进展来看，2020年10月12日，阿斯利康在中国提交的甲磺酸奥希替尼片上市申请拟纳入优先审评，用于具有表皮生长因子受体（EGFR）敏感突变的非小细胞肺癌（NSCLC）成人患者肿瘤切除术后的辅助治疗。

企业名称	药品名称	注册分类	靶点国内上市	靶点国内临床获批	靶点	适应症
江苏恒瑞医药股份有限公司	磷酸瑞格列汀片	1	21	124	DPP-4	T2DM
江苏恒瑞医药股份有限公司	脯氨酸恒格列净片	1	8	75	SGLT-2	T2DM
百济神州(苏州)生物科技有限公司	泽布替尼胶囊	2.4	2	2	BTK	华氏巨球蛋白血症等
Sanofi Winthrop Industrie	度普利尤单抗注射液	3.1	1	3	IL-4Rα	特应性皮炎等
诺和诺德(中国)制药有限公司	德谷胰岛素利拉鲁肽	3.1	0	1	GLP-1	T2DM
AstraZeneca AB	甲磺酸奥希替尼片	2.4	2	22	EGFR	非小细胞肺癌
北京诺华制药有限公司	雷珠单抗注射液	3.1	4	24	VEGF-A	湿性年龄相关性黄斑变性等
百奥泰生物制药股份有限公司	巴替非班注射液	1	21	18	GPIIb/IIIa	抗血栓
广州顺健生物医药科技有限公司	奥瑞巴替尼片	1	1	14	PDGFR等	慢性髓系白血病等
齐鲁制药有限公司	阿立哌唑口腔速溶膜	2.2	109	253	5-HT2A	躁狂发作、重度抑郁等

国内创新药企创新药研发突破进展

- 康方生物研发的PD-L1/CTLA-4双抗AK104获得突破性疗法认定，用于治疗复发或转移性宫颈鳞癌和既往含铂治疗期间或治疗后疾病进展的复发或转移性宫颈鳞癌（含腺鳞癌）。

公司	产品	重要事件
康方生物	AK104	CDE授予PD-L1/CTLA4双抗AK104突破性疗法，AK104旨在与肿瘤浸润淋巴细胞优先结合
康方生物	AK104	CDE授予PD-L1/CTLA4双抗AK104突破性疗法，治疗复发/转移性鳞状宫颈癌
华东医药	Mirvetuximab Soravtansine	ImmunoGen授予华东医药Mirvetuximab Soravtansine在中国、香港、澳门和台湾地区的独家开发权
西安杨森	Amicantamab	CDE批准 Amicantamab 纳入突破性治疗程序，用于非小细胞肺癌的治疗

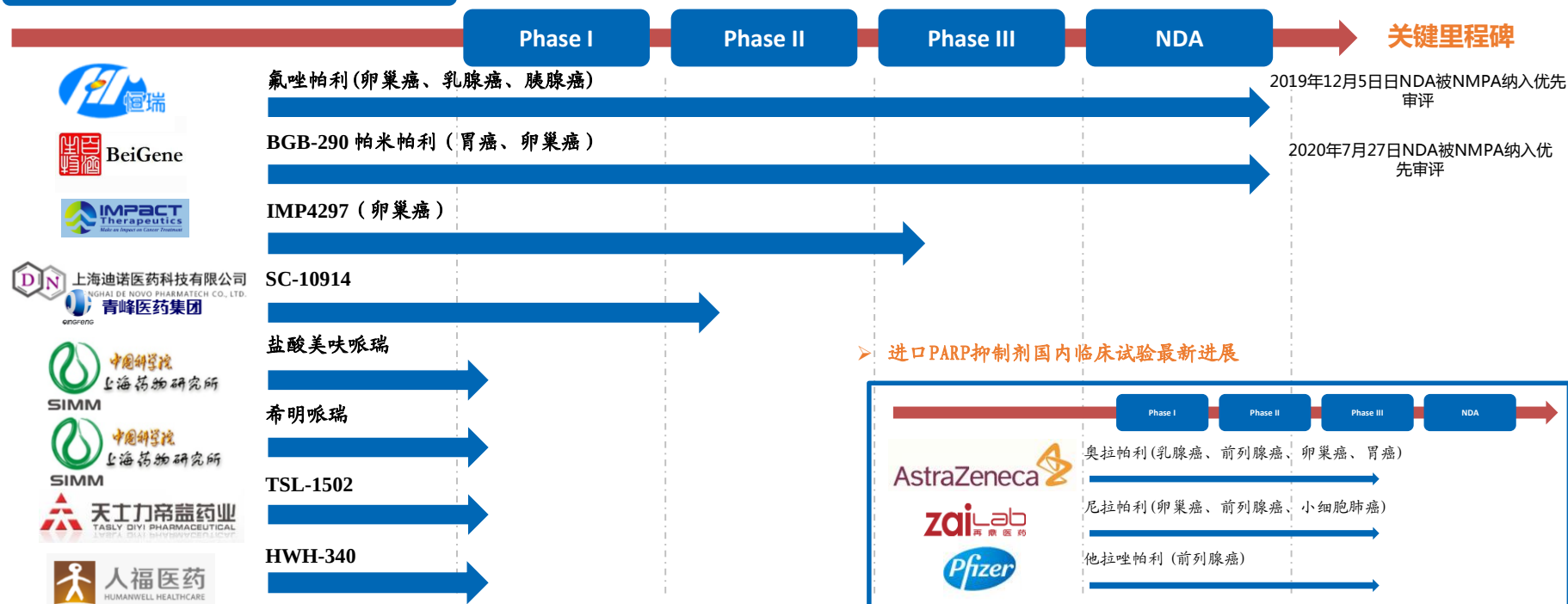
- 本月亚盛医药和基石药业成为海外研发进展最快的国内Biotech企业，亚盛医药两个适应症分别获得FDA颁发孤儿药认证、基石药业舒格利单抗分别获得突破性疗法认证和孤儿药资格。
- 阿斯利康对于奥西替尼用于对接受过完全肿瘤切除术的早期（IB、II和IIIA期）表皮生长因子受体突变（EGFRm）非小细胞肺癌患者的辅助治疗向FDA申请补充新药申请，并被授予优先审评资格。

公司	产品	重要事件
亚盛医药	APG-115	用于治疗急性髓性白血病的适应症获得FDA颁发孤儿药资格认定
亚盛医药	APG-1252	用于治疗小细胞肺癌的适应症获得FDA颁发孤儿药资格认定
基石药业	舒格利单抗	FDA授予舒格利单抗孤儿药资格，用于T细胞淋巴瘤，舒格利单抗是一种全人源全长抗PD-L1单抗。
基石药业	舒格利单抗	FDA授予舒格利单抗突破性疗法，用于单药治疗成人复发或难治性结外自然杀伤细胞/T细胞淋巴瘤
默沙东	帕博利珠单抗	FDA批准用于成人患者治疗复发/难治cHL，儿童患者治疗难治性或接受过至少二线治疗后复发cHL
Rimegepant	sNDA	Rimegepant有望成为首个同时用于偏头痛的预防和急性治疗的CGRP靶向治疗
Harmony	替洛利生	FDA补充批准替洛利生（FIC选择性H3受体拮抗剂）用于治疗发作性睡病相关的猝倒
再生元	Inmazed	FDA批准Inmazed用于儿童和成人治疗埃博拉病毒感染，这是FDA首次批准的治疗埃博拉病毒感染
Scynexis	Ibrexafungerp	向FDA递交NDA申请，Ibrexafungerp用于治疗外阴阴道念珠菌病，属于全新类别广谱抗真菌药物
Inventiva	Ianifibranor	FDA授予其突破性疗法，治疗NASH，这是2015年以来首个获得此资格的NASH候选产品
BMS	Opdivo	FDA批准欧狄沃联合伊匹木单抗用于一线治疗不可切除的恶性胸膜间皮瘤成人患者的治疗。
BMS	Opdivo	FDA受理Opdivo联合卡博替尼的sBLA和sNDA，用于一线治疗晚期肾细胞癌，此联合疗法为优先审评
阿斯利康	奥西替尼	FDA接受阿斯利康提交的奥西替尼补充新药申请（sNDA）并授予优先审评资格。
辉瑞	Abrocitinib	获FDA和EMA上市受理，并授予优先审评资格，用于12岁及以上患者治疗中重度特应性皮炎
再生元	西米普利单抗	FDA受理西米普利单抗sBLA并授予优先审评，用于PD-L1高表达患者一线治疗局部晚期/转移性NSCLC
ImmunoGen	IMGN632	授予靶向CD123抗体偶联药物IMGN632突破性疗法资格，治疗r/r母细胞性浆细胞样树突细胞肿瘤

靶点总结

- PARP抑制剂在DNA损伤修复过程中发挥重要作用，如何基于PARP抑制剂的作用机制合理选择联合用药方案是企业布局临床试验时的重要考量，东吴医药团队建议，在分析企业研发管线时，在考量优效减毒的同时，可围绕核心产品考量企业未来联合用药方面的布局情况；
- 关注PARP抑制剂在卵巢癌、前列腺癌、乳腺癌、胰腺癌在现有方案下的治疗前景，特别是未来在新辅助和辅助治疗中的研发进展；

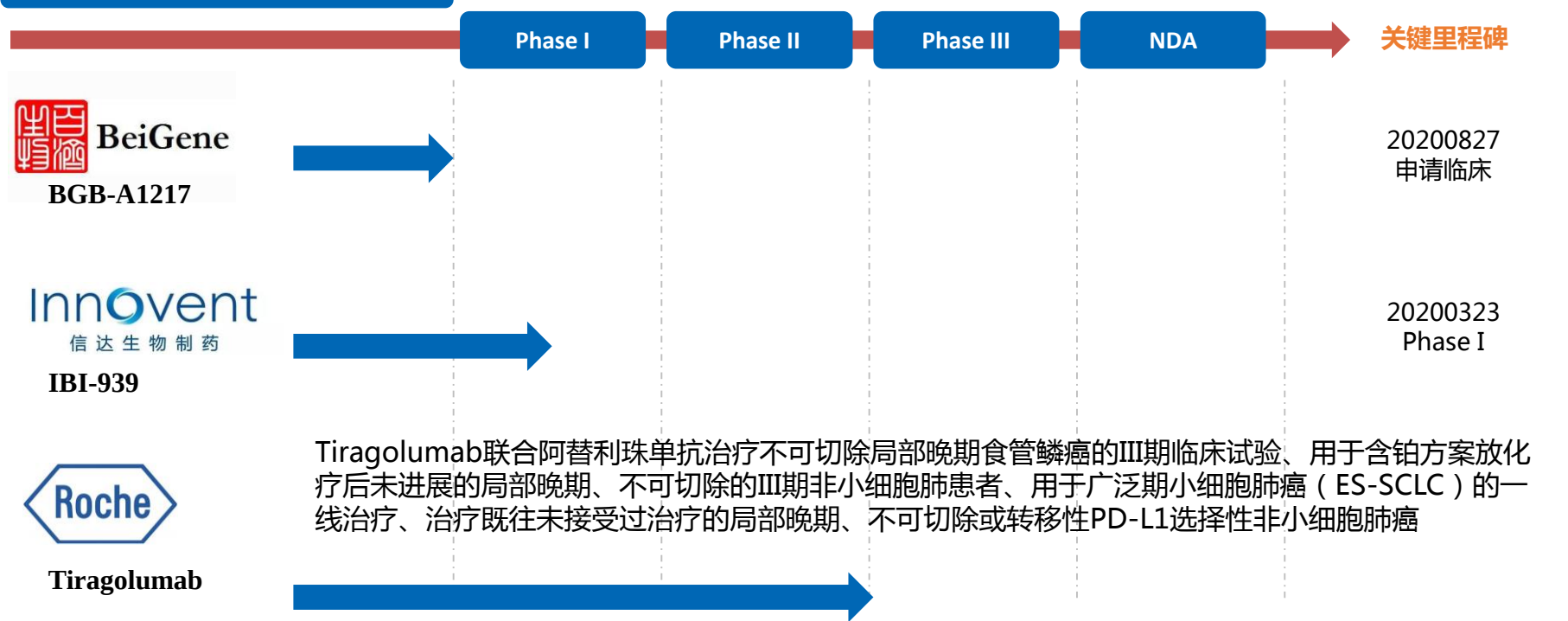
中国研发进展与投资标的



靶点总结

- 目前肿瘤免疫是创新药企研发战略布局的高地，T细胞抑制性靶点如TIM3、LAG-3、TIGIT是研究的热门靶点，东吴医药团队建议，关注该类靶点时，除疗效外，重点关注联合用药方案和双抗研发过程中的副反应情况。
- 在关注此类靶点的同时，需关注该类靶点在增加现有PD-(L)1疗效方面起到的关键作用，公司现有研发管线的靶点布局显得十分重要。

中国研发进展与投资标的



靶点总结

- ADC药物是肿瘤靶向治疗智慧的结晶,复杂的药物设计挑战着药企的创新研发实力,可重点关注研发水平高做抗体药物偶联经验丰富的企业,好的药物设计会体现在临床数据中,关注临床数据治疗效果的同时也需要关注药物的副作用和毒性。
- ADC药物的一大优势是对实体瘤具有靶向毒性,该类靶点在难治性晚期实体瘤中的治疗效果,例如 T780M突变阴性EGFR-TKI耐受的 NSCLC,三阴性乳腺癌是值得重点关注和期待的。

中国研发进展与投资标的

已上市/已提交上市申请药品



荣昌生物维迪西妥单抗或将成为我国首个上市的国产ADC药物

商品名	药物名称	公司	适应症	抗体靶点	小分子药物	最高状态
安适利	维布妥单抗	武田药品	复发或难治性系统性间变性大细胞淋巴瘤 (sALCL),复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤 (cHL)	CD30	抗微管药物	已上市(2020年)
赫赛莱	恩美曲妥珠单抗	罗氏	紫杉烷类联合曲妥珠单抗为基础的新辅助治疗后仍残存侵袭性病灶的HER2阳性早期乳腺癌 患者的辅助治疗	HER2	抗微管药物	已上市(2020年)
Besponsa	伊珠单抗奥唑米星	辉瑞	复发或难治性前体B细胞急性淋巴细胞性白血病的成年患者	CD22	钙通道激动剂	申请上市(优先)
爱地希	维迪西妥单抗	荣昌生物	复发/转移后至少接受过2个系统化疗的HER2过表达局部晚期或转移性胃癌 (包括胃食管结合部癌)	HER2	抗微管药物	申请上市(优先 重大)

临床二期及以上的在研品种

药品名称	公司	适应症	抗体靶点	试验分期
注射用维布妥单抗	武田药品	复发性/难治性CD30阳性霍奇金淋巴瘤 (HL) 或系统性间变性大细胞淋巴瘤 (sALCL)	CD30	Phase II
输注用无糖冻干粉Telisotuzumab Vedotin	云顶新耀/艾伯维	c-Met+ 非小细胞肺癌	c-Met	Phase II
Sacituzumab Govitecan注射液	云顶新耀	接受过至少2 线既往治疗的转移性三阴性乳腺癌	TROP2	Phase IIb
注射用MRG003	上海美雅珂生物	EGFR阳性晚期非小细胞肺癌	EGFR	Phase II
注射用TAA013	东曜药业	HER2阳性的晚期乳腺癌	HER2	Phase III
ARX788注射液	浙江医药	HER2阳性局部晚期或转移性乳腺癌	HER2	Phase II/III
注射用BAT8001	百奥泰生物	HER2阳性的晚期乳腺癌	HER2	Phase III
注射用BAT8001		HER2阳性晚期实体瘤	HER2	Phase IIa
trastuzumab deruxtecan注射液	第一三共制药/阿斯利康	HER2 低表达晚期乳腺癌	HER2	Phase III
		HER2阳性的晚期乳腺癌	HER2	Phase III
		HER2阳性局部晚期或转移性乳腺癌	HER2	Phase III
注射用恩美曲妥珠单抗	罗氏	HER2阳性局部晚期或转移性乳腺癌	HER2	Phase III
注射用恩美曲妥珠单抗		胃癌	HER2	Phase II/III
注射用Polatuzumab vedotin	荣昌生物	弥漫性大B细胞淋巴瘤	CD79B	Phase III
注射用维迪西妥单抗		HER2低表达局部晚期或转移性乳腺癌	HER2	Phase III
注射用维迪西妥单抗		HER2阳性局部晚期或转移性乳腺癌	HER2	Phase II
注射用维迪西妥单抗		HER2阴性局部晚期或转移性尿路上皮癌	HER2	Phase II
注射用维迪西妥单抗		HER2过表达局部晚期或转移性胃癌	HER2	Phase II
注射用维迪西妥单抗		HER2过表达的局部晚期或转移性尿路上皮癌	HER2	Phase II
注射用维迪西妥单抗		一线化疗失败的HER2过表达型局部晚期或转移性胆道癌	HER2	Phase II
SAR408701注射液	赛诺菲	CEACAM 5阳性转移性非鳞状非小细胞肺癌	CEACAM5	Phase III
注射用伊珠单抗奥唑米星	辉瑞	复发性或难治性CD22阳性的急性淋巴细胞白血病(ALL)成年患者	CD22	Phase III
注射用SKB264	科伦药业	现有标准治疗难治的不可手术切除的局部晚期或转移性实体瘤	TROP2	Phase I/II

国内ADC药物临床进度较快的药企包括:



此外国内还开展了32 项一期临床试验,包括上海医药,复星医药,天广实生物,海正药业,恒瑞医药,杭州多禧生物,杭州特瑞思药业,石药集团,葛兰素史克

11月关注医保谈判，PD-1将成为关注焦点

	类别	时间范围	受益企业
1	与新冠肺炎相关的呼吸系统疾病治疗用药	2020	【汇轮】注射用西维来司他钠，3月获批上市，国内首个可用于改善新冠肺炎造成的急性肺损伤的药物，用于治疗伴有全身性炎症反应综合征的急性肺损伤和急性呼吸窘迫综合征 【海正】法维拉韦，2月16日获批上市，获批的适应症是用于治疗成人新型或再次流行的流感
2	纳入《国家基本药物目录(2018年版)》的药品	2018	未进入2019年版医保目录： 重组人组织型纤溶酶原激活酶衍生物注射用无菌粉末 多种维生素(12)注射用无菌粉末
3	纳入临床急需境外新药名单、鼓励仿制药品目录或鼓励研发申报儿童药品清单，且于2020年8月17日前经国家药监部门批准上市的药品	2020.8.17前	利好近三年上市的进口新药
4	第二批国家组织药品集中采购中选药品	2020.8.17前	紫杉醇白蛋白，安立生坦，他达拉非
5	2015年1月1日至2020年8月17日期间，经国家药监部门批准上市的新通用名药品	2015.1.1-2020.8.17	利好国内新药。近五年获批的新药都有望进入《药品目录》
6	2015年1月1日至2020年8月17日期间，根据临床试验结果向国家药监部门补充申请并获得批准，适应症、功能主治等发生重大变化的药品	2015.1.1-2020.8.17	利好新适应症的药品。如：PD-1
7	2019年12月31日前，进入5个(含)以上省级最新版基本医保药品目录的药品。其中，主要活性成分被列入《第一批国家重点监控合理用药药品目录(化药及生物制品)》的除外	2019.12.31前	①不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围。 ②原省级药品目录内按规定调增的乙类药品，应在3年内逐步消化，各省应优先将纳入国家重点监控范围的药品调整出支付范围。 ③原则上《药品目录》不再新增OTC药品
8	《2019医保谈判目录》调整支付标准		①处于协议有效期内，且按照协议需重新确定支付标准的谈判药品。 ②根据企业申请或专家评估，有必要调整限定支付范围的谈判药品。 ③与同治疗领域的其他药品相比，价格/费用明显偏高，且近年来占用基金量较多的药品。

四、2020年11月医药行业投资策略及标的

- **年末哪些标的年内会有显著超额收益？**该类标的具有三大特征：其一很可能受益于2020年创新药医保谈判，尤其是像PD1/PD-L1等重磅产品；其二2020年Q4业绩预期较好；其三：高增长产业龙头，估值切换逐步展开。十月份医药指数止跌小幅收涨，年内最后两个月很可能结构化强势，原因有三，其一高增长子行业估值切换；其二海外疫情形势较为严峻，疫情受益标的抬头，将会促使医药板块人气回笼；其三国内外疫苗研发或将有新进展，催化医疗板块持续走强。
- **现在可以重点配置什么？**医疗器械受到冠脉支架带量采购等影响较弱，但IVD领域中的化学发光不仅增速快、更能对带量采购政策相对免疫。东吴医药团队8月份以来连续发布多篇重磅器械研究成果，医疗器械研究方法、IVD专题研究报告等，其中重点推荐化学发光等诊断性耗材，其中重点阐述了为什么现在推荐化学发光产业？国产迈瑞医疗、新产业、安图生物等有何差异？从估值上看，它们2021年估值约55倍左右，但谁的性价比更高？另外疫苗产业景气度持续高涨、恒瑞医药相对于2017年以来，再次进入战略性配置阶段。
- **具体配置思路**
 - **医疗器械**：眼科耗材：昊海生科、爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：凯利泰、大博医疗、三友医疗、春立医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学；低值耗材：威高股份、三鑫医疗；
 - **原料药**：华海药业、九洲药业、美诺华等；
 - **疫苗**：康泰生物、智飞生物、沃森生物等；
 - **创新药及产业链**：恒瑞医药、药明康德、复星医药、亿帆医药等；
 - **苏州创新药组合**：信达生物、康宁杰瑞、基石药业、亚盛药业等；
 - **医疗服务**：美年健康、通策医疗、爱尔眼科等；
 - **药店**：大参林、老百姓、益丰药房等。
- **【投资组合】恒瑞医药、安图生物、新产业、迈瑞医疗、智飞生物、药明康德、长春高新、万泰生物。**
- **风险提示**：集采降价超预期风险、医改政策执行进度低于预期风险、行业竞争加剧风险、境内外疫情反复风险、医疗事故风险

投资逻辑

- 自产和代理品种市场空间巨大。1) 三联苗和结核防治产品线均为10亿利润量级重磅产品。结核预防产品线：为全球首创，结核病防治市场空间巨大，微卡疫苗+EC有望成为重磅品种，预计2025年净利润达到15亿元。AC-Hib三联苗：预计2025年净利润达到10亿元；2) 短期内HPV和五价轮状疫苗等代理品种将驱动公司业绩爆发。公司销售能力为国内疫苗企业中最强，覆盖接种点网络最广，国内HPV疫苗渗透率目前依然较低，国产HPV上市短期内对公司影响较小，预计未来3年代理HPV仍供不应求，预计2021年峰值净利润36亿元；五价轮状疫苗：目前正快速放量，预计2023年利润峰值5亿元。
- 研发管线进度不断推进，2020年将迎来众多催化剂。公司管线中有多个重磅产品：1) 新冠疫苗完成二期临床阶段，国内上市公司中进度仅次于康希诺；2) 15价肺炎疫苗：一期临床已完成，即将进入三期临床，该产品目前为国内最高价，预计为10亿净利润量级产品；3) 人二倍体狂犬疫苗：预计2021报产，利润峰值有望超过5亿元；4) 四价流感疫苗：预计2021年有望报产；5) 四价流脑结合疫苗：预计2021年进入三期临床；6) 四价诺如病毒疫苗：临床准备中，全球独家产品；7) 组分百白破：临床准备中；
- 长期看好公司发展趋势。公司为国内研发能力与销售能力兼备的疫苗龙头之一，目前正处于代理产品在国内爆发增长以及重磅自研产品即将进入兑现期的关键时间节点，同时在目前疫苗行业集中度提升趋势已基本确定的大背景下，无论是短中期还是长期，坚定看好公司会不断做大做强，成为国内疫苗行业崛起的领军者和最大受益者之一。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司2020-2021年归母净利润分别为33.31/42.81/56.1亿元，当前市值对应PE为78/60/46倍。

风险提示

- 研发失败的风险；代理业务或被取消的风险。

投资逻辑

- **高速机占比提升，单台产出大幅提高，国内收入高增长**：新产业是国产化学发光龙头企业，所处赛道具有极强增长性。截止20年前三季度公司海内外发光仪累计装机达15300台，其中全球性能参数第一的超高速发光仪 Maglumi X8已累计装机282台，单台产出可达100万/年以上，预计未来X8有望按500台/年的速度装机，大幅改善公司产品结构，提高单机产出。同时公司与赛默飞和日立合作的流水线产品20年下半年开始装机，将公司高产出机型加速铺进大型三级医院，继续提升单台发光仪产出。试剂方面，公司检测菜单126项覆盖全面：四大主流项目方面，肿瘤和甲功是公司传统强项，术前八项补齐后传染病占比将大幅提高，激素类AMH 2019年新获批后，市场潜力较大；特色项目方面，公司项目品种最多，心标、糖代谢、自免、肝纤等项目未来有望持续放量。渠道方面，公司募投项目强化国内销售，不设总代的经销模式有利于开发基层及三级医院存量市场。我们测算，2021年公司国内单台发光仪产出可达23.2万/年，较2019年增长超30%，国内化学发光业务2021年预计实现收入23.38亿，2019-2021年复合增速达32.1%。
- **逐步进入高端市场，海外业务持续提速**：新产业海外市场前期积累充足，2020单Q3公司海外收入同比增长92.61%（扣除新冠后增速>60%），业绩已步入收获期。公司海外业务有两大边际向好的变量：1）产品新进入俄罗斯、巴西、西欧等国家或地区的高端市场，高速机装机将加快；2）检测项目不断拓广，海外试剂注册项目逐步通过，单台产出将显著提升。同时新冠疫情短期显著贡献利润增量，长期有利于公司产品进入欧美地区大中型医院终端。我们预计公司海外业务将持续提速，抛除新冠影响，2021年海外化学发光业务收入将达到7.32亿元，2019-2021年复合增速达46.1%。
- **董事长饶微是国内化学发光先驱者，管理层专注、专业，激励充分**：公司董事长及管理层丰富的行业经验有助于公司把握经营方向。2020年7月公司公布股权激励计划，20-22年收入复合30%增速才能完全解锁，业绩条件显示公司未来高增决心。

盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为9.32亿元/12.51亿元/17.85亿元，当前市值对应PE为73/55/38倍，“买入”评级。

风险提示

- 医疗器械政策变动风险，新产品研发不及预期，经销商销售模式过于单一，海外经营风险等。

投资逻辑

- **自主研发+外延并购，成就全球医疗器械领先企业。**迈瑞医疗作为全球TOP35医疗器械公司，近10年研发投入营收比例超过10%，累计投入达75亿元，公司在多个领域保持了国内领先地位，三大产品线均处于国内龙头地位，其中监护、彩超等产品在全球范围内有较强竞争力，近年来通过持续的研发投入实现了产品高端化突破，2020H1研发投入9亿元，同比增长28%，研发投入力度进一步加大，三大领域的高端产品持续突破，并积极开拓微创外科等新领域，中长期发展基础越发牢固。另一方面，从2008年开始开启了多元化和国际化步伐，目前公司已经成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。
- **生命信息与支持业务高速增长，IVD和医学影像逐步恢复：**今年新冠疫情带来国内外市场对监护仪、呼吸机和输注泵的需求量大增，从而拉动生命信息与支持业务整体大幅增长，预计前三季度收入增速在50%左右；尽管国际市场常规试剂业务因疫情影响下滑，但是新冠抗体试剂收入大幅增长，加上国内常规试剂业务逐步恢复，预计前三季度体外诊断业务收入增速在10%左右；医学影像业务方面，国内销售基本恢复正常，海外负面影响仍在，预计前三季度医学影像业务增速在5%左右。
- **疫情提升公司品牌竞争力，高基数下未来增长可期：**国内市场方面，疫情使得顶级医院对公司产品有了更深的认知，缩短了公司市场推广周期，促使公司产品加快了进口替代的步伐；国际市场方面，公司在本次疫情引发的应急采购中大量拓展了海外高端客户群，迅速提升了公司的品牌影响力，并且将带动生命信息与支持业务和体外诊断业务、医学影像业务协同发展。我们认为，此次疫情将进一步提升公司在国内外市场的品牌竞争力，为公司后续持续快速增长奠定了坚实基础。

盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为65.66亿元/80.97亿元/97.75亿元，当前市值对应PE为72倍/59倍/49倍，“买入”评级。

风险提示

- 产品销量或低于预期的风险，汇兑损益超预期的风险等

投资逻辑

- **医药龙头成功转型创新驱动，丰富研发管线成强者恒强催化剂。**恒瑞医药作为国内龙头公司，已实现由仿制向创新过渡，公司创新药板块已经步入收获期。公司在创新药研发方面投入持续加码，在2017、2018和2019年分别投入研发费用17.59亿、26.7亿和38.96亿元，三年复合增长率为48.8%。经过30年不断变革，已在抗肿瘤、手术用药、造影剂、麻醉等领域实现销售额在同类型产品中占有较大市场份额。后续丰富的在研管线将为公司未来发展持续注入动力。公司成功转型为国内“创新龙头”，发展为Big Pharma，我们坚定看好公司长期发展与强者恒强趋势。
- **研发投入持续加大，创新研发和国际化进程进一步加快。**2020前三季度累计研发投入33.44亿元，比上年同期增长15.35%，研发投入占销售收入的比重达到17.23%。2020年前三季度，公司及子公司共获批40余项药品临床试验，合计50个临床试验项目，其中30余项为针对恶性肿瘤的单药或联合用药治疗方案，包括卡瑞利珠单抗。公司除在肿瘤领域继续保持强劲优势的同时，临床试验项目仍覆盖哮喘、术后镇痛、白癜风、慢性乙型肝炎、斑秃等疾病领域。本月恒瑞抗胆碱能药物格隆溴铵注射液获得药品注册证书，成为国内首个获批的格隆溴铵注射剂型，截至目前，公司对该产品已累计投入研发费用约0.15亿元。虽然疫情影响下，公司销售收入受影响明显，营业收入增速有所放缓，但研发费用率依然呈上升趋势。前三季度，公司卡瑞利珠单抗和吡咯替尼先后License out给韩国CrystalGenomics(CG)和HLB-LS公司，公司国际化布局正进一步加快。全球疫情不断升级，恒瑞正式入局抗病毒领域，争夺百亿美元市场。
- **医保谈判利好恒瑞核心产品放量，卡瑞利单抗有望显著受益：**从目前销售渠道来看，DTP药店是公司核心主战场，品牌粘性已经形成，医保谈判后，有望在院短实现更高放量。目前公司吡咯替尼和19K处于市场放量初期，随着医保谈判推进，未来有望继续保持高增长趋势。目前阿帕替尼与卡瑞利珠单抗联合用药方案布局在多种肿瘤治疗领域，阿帕替尼有望随着联合用药方案的获批迎来二次放量。

盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为62.90亿元/80.83亿元/105.58亿元，当前市值对应PE为77倍/60倍/46倍，“买入”评级。

风险提示

- 公司药品招标低于预期；药品审评审批进度低于预期；研发管线进度低于预期；制剂出口低于预期

投资逻辑

- **全球一体化新药研发平台标杆，公司CXO龙头地位稳固。**公司业务涵盖新药研发全产业链，在药物发现、研发、生产等多个服务领域是国内乃至全球龙头。其中小分子药物发现是公司传统优势，20年通过整合技术，大力建设如Hits平台，进一步加强综合竞争力，并对下游进行有效导流；CDMO领域，公司Q3末已拥有III期临床项目42个，商业化项目26个，未来合全药业订单充足配合产能扩张，高增趋势清晰可见；临床CRO方面，公司加快布局，SMO保持行业领先地位，CDS订单加快获取，未来有较大发展潜力。公司作为全球CXO标杆企业，逐步强化人才、技术、管理、客户等全方位的竞争优势，深筑护城河，将充分享受创新药研发高景气度，维持自身高成长性。
- **长尾客户战略持续推进，盈利能力维持稳定。**公司在与全球Big Pharma客户维持稳定关系的基础上，长尾客户业务不断拓展，在收入结构中的占比达65%以上。未来客户转化为公司提供持续的增长动力，打开增长空间。收入扩大的同时，公司依靠规模效应有效进行成本费用控制，Non-IFRS毛利率稳定在40%以上，未来收入扩大将带动公司盈利提升。
- **Q3业绩亮眼，各板块业务起头并进，全年业绩高增可期。**2020Q3，公司实现营收45.83亿，同比增长35.4%，经调整Non-IFRS归母净利润9.58亿，同比增长44.3%，增速较上半年分别提升12.7pt和15.4pt，公司业绩显著提速，表现靓丽。收入端，2020年分业务板块看，公司中国区实验室服务受益新增业务和新冠海外订单的转移，前三季度实现收入61.18亿元（+30.9%），单三季度23.38亿元（+38.9%）；CDMO业务受益项目向后期的持续转化，前三季度实现收入37.10亿元（+36.5%），单三季度15.48亿元（+54.9%）；美国区实验室服务受累海外新冠停工影响，前三季度实现收入11.54亿元（+1.2%），单三季度3.72亿元（-13.5%）；临床研究及其他CRO服务受益新项目上市和在手订单落地，前三季度实现收入8.15亿（+9.9%），单三季度3.15亿（+16.8%）。利润端，公司受股权激励费用、可转债公允价值变动损益、人民币升值造成的汇兑损失等影响，表观增速受压，但更能反映公司实际经营业绩表现的经调整Non-IFRS归母净利润大幅增长。我们预计公司2020年Q4将维持Q3高增态势，全年业绩可期。

盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为27.74/34.76/45.11亿，当前市值对应PE为103/82/63倍，“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超预期；业务拓展不及预期；汇率波动。

投资逻辑

- 生长激素：国内儿童市场空间巨大，拓展成人市场后有望进一步扩大，核心子公司金赛为国内生长激素龙头，优先享受行业成长红利。生长激素儿童市场有五大特点：1) 矮小为统计学概念，潜在患者数量多；2) 生长激素为替代治疗，矮小症最好、最安全治疗手段；3) 类似慢病用药，患者粘性高；4) 院内首诊院外拿药，不受医保控费影响；5) 剂型持续升级，类同消费升级。2019年国内儿童市场规模60亿元左右，考虑目前用药渗透率后市场仍有数倍成长空间，若再考虑成人市场（参考国际市场），未来空间将进一步扩大。
- 自研+引进，在研产品管线有多个重磅产品，中长期成长态势明确。1、重组蛋白：重组促卵泡素，辅助生殖用，预计为10亿量级重磅产品；2、疫苗：a) 鼻喷流感疫苗：已上市，新冠疫情下2020年显著贡献业绩；b) 带状疱疹疫苗：临床三期，国内进度最快，为国家急缺疫苗，重磅产品；c) 投资新型疫苗研发平台，布局肺炎结合疫苗；d) 与俄罗斯FORT相互许可麻腮风和水痘疫苗，可布局麻腮风水痘四联苗；3、单抗及生物类似物：a) 投资冰岛安沃泰克生物类似物研发平台，7个生物类似物在研；b) 与美国Amesino合作共同开发双特异性抗体平台，该领域未来市场空间巨大；c) 与珠海泰诺麦博生物合作开发全人源化抗狂犬病毒单克隆抗体；d) 自研重磅产品金妥昔单抗和金纳单抗，临床稳步推进；4、新型制剂：a) 引进5%利多卡因透皮贴片等；b) 布局口服剂型，生长激素从注射向口服升级；c) 开发长效微球平台，布局下一代长效剂型。

盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年业绩为29.3/37.22/47.14亿元，当前市值对应PE分别为51/40/32倍，“买入”评级。

风险提示

- 生长激素放量不及预期的风险。

投资逻辑

- 安图生物是国产化学发光头部企业，近五年收入及利润均保持25%以上稳定高增长。公司自试剂代理起家，经历由酶联免疫向化学发光转型的完整产品生命周期，拥有充足的技术实力和市场经验。公司化学发光仪2019年单机产出达36万，为国产厂家最高。试剂方面，公司在传染病及心脏标志物/高血压领域已建立一定优势，覆盖项目较多。安图于2017年率先推出Autolas系列TLA流水线，抢先布局大型终端市场，预计业绩将加速步入收获期。同时公司近年来加速化学发光仪的投放，带动发光试剂加快放量驱动业绩高增。IVD其他领域，公司微生物质谱率先打破国外技术垄断，高端市场逐步进口替代，对POCT和分子诊断的布局也为公司未来业绩提供更多增长点。
- **化学发光重回高增长，新增装机大幅提升和单台产出恢复，我们预判公司21年业绩亮眼：**从2020年7月开始，化学发光行业受疫情影响已基本消除，重回高增长。受益于疫情和行业高景气，公司2020年前三季度化学发光装机台数约为1060台，全年有望达到1500台，相对于19年存量4100台增长了36.6%。由于公司持续加大研发投入带来试剂项目的增多以及20年的低基数，我们预计公司21年单台产出相对20年也会有较大幅度提升。化学发光仪装机量与单台产出的双提升，将为公司未来业绩带来支撑，而公司在生化、微生物、分子诊断领域亦不断加强布局，尤其是高端产品全自动微生物质谱检测系统取得突破，将有效增强公司各业务板块间的协同效应。疫情不改公司核心优势逻辑，未来业绩高增可期。
- **国内率先进入流水线业务，成长空间巨大：**近年来随着医改的深入推进，医院对于成本控制和规范管理的需求日益增大，流水线产品由于检测效率高、避免人工错误、优化检验流程等优点，成为大型医院青睐的对象，是未来化学发光企业重要布局方向。国内目前流水线存量近2000条，基本为外资巨头罗氏、贝克曼等垄断。公司作为国内首家推出TLA流水线的企业，率先进入高壁垒、高成长领域，进一步强化竞争优势。2019年，公司实现流水线装机19条，20年上半年实现装机42条，其中B-1小流水线21条。我们预计公司2020年全年流水线装机有望突破80条，未来公司流水线有望以不低于80条/年的速度加速开拓市场，流水线装机量的提升也将逐步拉动公司试剂放量，带动业绩高增。

盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为8.38亿元/13.19亿元/17.25亿元，对应PE为90倍/57倍/44倍，“买入”评级。

风险提示

- 公司磁微粒化学发光放量不及预期；流水线和质谱业务开拓不及预期；疫情对公司影响超预期等。

六、风险提示

- 集采降价超预期风险
- 医改政策执行进度低于预期风险
- 行业竞争加剧风险
- 境内外疫情反复风险
- 医疗事故风险

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上；

中性：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园