

板块回调下，医药制造业 α 和 β 的思考

——医药行业周报 20201121

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 孙建 021-80105900
✉️ : sunjian@stocke.com.cn

报告导读

长期持续推荐成长逻辑清晰的“核心赛道”：基于工程师红利的创新药产业链（特别是 CDMO 景气下整个配套产业链）、产业升级受益的制药升级产业链（API 主导的医药制造升级）、技术突破带来应用场景多元化的医疗/检测产业链（IVD、连锁医疗服务、创新器械）。

投资要点

□ 二级市场：板块估值持续回落，重点推荐 API 及 CDMO 赛道

本周医药板块下跌 1.43%，跑输沪深 300 指数 3.21 个百分点，在所有行业中涨幅排名倒数第 1 名。2020 年初以来，医药板块上涨 41.69%，跑赢沪深 300 指数 21pct，位列所有行业涨幅第 6 位。据 Wind 中信医药分类看，化学原料药、中成药和化学制剂板块微涨，涨幅均低于 0.2%；高估值板块如医疗服务和生物医药分别下跌了 5.3% 和 2%。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，本周综合性仿制药企业和特色原料药企业有所上涨，涨幅分别为 2.4% 和 1.3%；医药服务、研发创新型药企、医疗服务板块跌幅最明显，分别达到 5.8%、3% 和 2.9%。从个股上看，医药服务板块个股平均跌幅较明显，其中康龙化成、药明康德等公司跌幅达到 10.1% 和 7.3%；疫苗相关标的如西藏药业周跌幅达到 14.6%，智飞生物、康泰生物等标的同样跌幅明显。

□ 近期思考：2020 年上半年特色原料药、CXO、疫情相关器械标的业绩亮眼，公司挣的到底是行业的 β ，还是自己的 α ？上半年浩浩荡荡的医药行情，我们挣得到到底是行业 β ，还是公司 α ？

随着国内外疫情反复和疫苗研发进程的变化，市场资金的风险偏好、板块偏好都在发生变化，上半年涨幅明显的标的近期回调明显。我们在历次研究中多次强调“景气赛道”，在工程师红利、生产能力升级的大背景下，在 CXO 板块和 API 板块我们看到了不同的兑现节奏和公司业绩表现。我们认为，对于中国整体相对薄弱的生产质量管理体系、产品注册能力而言，API 及 CDMO “产能转移”的大 β 还没有真正兑现，医药生产端的转移需要时间、经验和信任关系，我们和印度、欧洲的 API、CDMO 龙头仍有显著差距；换个维度思考，疫情本身难以在短期加速生产端的转移，更不会让相关公司透支景气预期。而对于头部公司，我们看到了产品梯队搭建、合规产能扩张、技术平台拓展这些慢变量的边际变化，在中国擅长的大规模制造领域，部分品种率先在全球取得竞争优势。我们梳理了头部 API 和 CDMO 公司激活的 DMF 品种、数量的变化，我们感受到 2020 年以来头部公司正加速切入全球药品供应链、服务链中更具盈利能力的环节，而行业的这种大 β 机会有望带来 API 和 CDMO 板块公司的景气度机会。

细分行业评级

医药生物 看好

公司推荐

公司简介 推荐

相关报告

- 1《医药行业周报 20201115：估值持续回落，mRNA 疫苗积极结果导致板块分化》2020.11.15
- 2《医药行业周报 20201107：估值持续回落，重点推荐有望进入业绩加速期的 CDMO》2020.11.07
- 3《科创板三季报：业绩分化，优于 A 股，建议自下而上选股》2020.11.02
- 4《医药行业 2020 年三季报总结之创新药产业链：创新药研发高景气有望持续，看好 CDMO 业绩加速》2020.11.02
- 5《【浙商医药】行业周报：三季度业绩持续修复，CXO 医疗器械步入快车道》2020.11.02

□ 重点研究更新

《阿拉丁深度报告：国内高端科研试剂龙头企业的长牛路径展望》：阿拉丁作为国内科研试剂市场的自主研发龙头，依托创新型电商平台流量优势+品牌效益，随着我国的研究与试验发展经费投入持续加大，未来业绩增长空间广阔。同时，我们提示不同于一般平台型试剂代理公司，公司品类驱动的长牛基因，有望在上市后加速产能、产品品类扩张速度，这也奠定了公司长期投资价值。

《维亚生物事件点评：服务链拓展，小分子 CDMO 收购落地，新天花板打开》：我们对公司发展逻辑的认识：基于投资孵化及药筛技术拓展一体化服务平台，是公司做大做强必然选择。而收购管理成熟、产能合规的小分子 CMO 朗华制药，我们认为公司一体化平台拓展发展中迈出的重要一步。我们认为，公司此次收购不仅帮助维亚生物快速进入外包领域中最景气的细分赛道 CDMO，也将进一步放大投资孵化及 CRO 服务之间的协同作用，实现良性循环，有望提升公司市值天花板，打造自带导流的一体化服务平台。

《圣湘生物深度报告：基因检测普惠者，疫情机遇下踏上发展新征程》：公司为国内技术先进、产品齐全的分子诊断普惠者。公司创立凭借自主核心技术构建了全场景解决方案，针对性解决市场痛点，肝炎、HPV 等产品已被市场认可，且性能优势能够在新品中延续。疫情下国家推动基层 PCR 检测能力建设，同时公司仪器及检测试剂在海内外热销且颇受好评，为公司提供了历史性发展机遇，产品性能优势+PCR 普及+国际知名度提升三重共振加速公司新品放量，公司自此踏上发展新征程。

□ 投资建议：长期持续推荐成长逻辑清晰的“核心赛道”

从短期估值看，PEG（2020 年，采用 2020 年 11 月 20 日收盘价）上看，生物药、医疗服务 PEG 分别为 4.54 和 3.72，远高于沪深 300（1.8）和中信医药指数（1.34）；特色原料药板块 2020 年 PEG 均值为 0.81，考虑到 9 月以来特色原料药板块已明显调整，我们推荐投资者重点关注估值安全边际高、成长逻辑清晰的特色原料药板块，及受益于全球产业转移、与疫情相关度低的 CDMO 板块。

长期来看，高景气度核心赛道价值正持续兑现， α 与 β 兼具的细分子行业乃至龙头标的更为突出。再次强调需特别重视的核心赛道：基于工程师红利的创新药产业链（特别是 CDMO 景气下整个配套产业链）、产业升级受益的制药升级产业链（API 主导的医药制造升级）、技术突破带来应用场景多元化的医疗/检测产业链（IVD、连锁医疗服务、创新器械）。

结合公司质地、板块景气度和估值情况，我们推荐：**泰格医药、药明康德、康龙化成、博腾股份、昭衍新药、华海药业、普洛药业、天宇股份、仙琚制药、凯普生物、复星医药、康弘药业等。**

□ 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

表 1：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价			EPS			PE			评级
		11月20日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E			
603259.SH	药明康德	109.10	1.12	1.26	1.48	143.66	86.59	73.72	73.72	买入	
603127.SH	昭衍新药	99.18	1.10	1.05	1.52	126.47	94.46	65.25	65.25	买入	
300347.SZ	泰格医药	118.00	1.12	1.73	2.22	122.34	68.21	53.15	53.15	买入	
600521.SH	华海药业	31.60	0.43	0.84	1.16	80.70	37.62	27.24	27.24	买入	
000739.SZ	普洛药业	22.10	0.47	0.66	0.83	47.06	33.48	26.63	26.63	买入	
300702.SZ	天宇股份	95.52	3.21	4.31	5.27	29.72	22.16	18.13	18.13	买入	
002332.SZ	仙琚制药	14.02	0.45	0.54	0.67	31.30	25.96	20.93	20.93	买入	
600196.SH	复星医药	52.54	1.30	1.49	1.70	40.54	35.26	30.91	30.91	买入	
002773.SZ	康弘药业	42.64	0.82	0.86	1.00	52.17	49.58	42.64	42.64	买入	

300759.SZ	康龙化成	102.88	0.69	1.18	1.41	149.36	87.19	72.96	买入
300363.SZ	博腾股份	33.69	0.34	0.53	0.81	98.55	63.57	41.59	买入
300639.SZ	凯普生物	38.02	0.68	1.51	1.58	60.8	25.2	24.1	买入
688289.SH	圣湘生物	108.93	0.11	6.38	5.14	1,103.7	17.1	21.2	增持
01873.HK	维亚生物	7.38	0.18	0.45	0.32	24.0	16.4	23.1	买入
002793.SZ	罗欣药业	12.58	0.44	0.45	0.52	29.1	28.0	24.2	增持
688179.SH	阿拉丁	73.00	0.84	0.75	1.19	115.7	97.3	61.3	增持

资料来源：Wind，除维亚生物 HKD 外其余为 RMB，浙商证券研究所

正文目录

1. 投资建议：长期持续推荐成长逻辑清晰的“核心赛道”	5
2. 重点研究更新	6
2.1. 阿拉丁深度报告：国内高端科研试剂龙头企业的长牛路径展望	6
2.2. 维亚生物重要事件点评：服务链拓展，小分子 CDMO 收购落地，新天花板打开	7
2.3. 圣湘生物深度报告：基因检测普惠者，疫情机遇下踏上发展新征程	8
3. 上周行情回顾	10
3.1. 医药行业行情：板块继续回调，估值持续走低	10
3.2. 医药子行业：估值切换、风险偏好变化下，疫情标的回落	12
3.3. 陆港通&港股通：医药持仓有所下降，龙头效应仍然显著	13
3.4. 限售解禁&股权质押情况追踪	15
4. 风险提示	16

图表目录

图 1: 本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	10
图 2: 2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	10
图 3: 本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2020 年度涨幅）	10
图 4: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	11
图 5: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	11
图 6: 本周医药子板块涨跌幅（中信）	13
图 7: 本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）	13
图 8: 2010 年以来医药子行业估值变化情况	13
图 9: 2017-2020.11.13 医药北上金额及占总北上资金比例	14
图 10: 2017-2020.11.13 医药股北上资金布局子行业	14
图 11: 2020.11.16-11.20 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名	14
图 12: 2020.11.16-11.20 陆港通医药股市值前 10 名	14
图 13: 2020.11.16-11.20 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名	14
图 14: 2020.11.16-11.20 港股通医药股市值前 10 名	14
图 15: 2020.11.16-11.20 陆港通医药股陆港通持股占比前 10	15
图 16: 2020.11.16-11.20 港股通医药股港股通持股占比前 10	15
表 1: 盈利预测与财务指标	2
表 2: 2020 年 11 月 9 日至 12 月 4 日医药公司解禁限售股情况	15
表 3: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动	16

1. 投资建议：长期持续推荐成长逻辑清晰的“核心赛道”

本周医药板块下跌 1.43%，跑输沪深 300 指数 3.21 个百分点，在所有行业中涨幅排名倒数第 1 名。2020 年初以来，医药板块上涨 41.69%，跑赢沪深 300 指数 21pct，位列所有行业涨幅第 6 位。据 Wind 中信医药分类看，化学原料药、中成药和化学制剂板块微涨，涨幅均低于 0.2%；高估值板块如医疗服务和生物医药分别下跌了 5.3% 和 2%。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，本周综合性仿制药企业和特色原料药企业有所上涨，涨幅分别为 2.4% 和 1.3%；医药服务、研发创新型药企、医疗服务板块跌幅最明显，分别达到 5.8%、3% 和 2.9%。从个股上看，医药服务板块个股平均跌幅较明显，其中康龙化成、药明康德等公司跌幅达到 10.1% 和 7.3%；疫苗相关标的如西藏药业周跌幅达到 14.6%，智飞生物、康泰生物等标的同样跌幅明显。

近期思考：2020 年上半年特色原料药、CXO、疫情相关器械标的业绩亮眼，公司挣的到底是行业的 β ，还是自己的 α ？上半年浩浩荡荡的医药行情，我们挣得到底是行业 β ，还是公司 α ？

随着国内外疫情反复和疫苗研发进程的变化，市场资金的风险偏好、板块偏好都在发生变化，上半年涨幅明显的标的近期回调明显。我们在历次研究中多次强调“景气赛道”，在工程师红利、生产能力升级的大背景下，在 CXO 板块和 API 板块我们看到了不同的兑现节奏和公司业绩表现。我们认为，对于中国整体相对薄弱的生产质量管理体系、产品注册能力而言，API 及 CDMO “产能转移”的大 β 还没有真正兑现，医药生产端的转移需要时间、经验和信任关系，我们和印度、欧洲的 API、CDMO 龙头仍有显著差距；换个维度思考，疫情本身难以在短期加速生产端的转移，更不会让相关公司透支景气预期。而对于头部公司，我们看到了产品梯队搭建、合规产能扩张、技术平台拓展这些慢变量的边际变化，在中国擅长的大规模制造领域，部分品种率先在全球取得竞争优势。我们梳理了头部 API 和 CDMO 公司激活的 DMF 品种、数量的变化，我们感受到 2020 年以来头部公司正加速切入全球药品供应链、服务链中更具盈利能力的环节，而行业的这种大 β 机会有望带来 API 和 CDMO 板块公司的景气度机会。

从短期估值看，PEG（2020 年，采用 2020 年 11 月 20 日收盘价）上看，生物药、医疗服务 PEG 分别为 4.54 和 3.72，远高于沪深 300（1.8）和中信医药指数（1.34）；特色原料药板块 2020 年 PEG 均值为 0.81，考虑到 9 月以来特色原料药板块已明显调整，我们推荐投资者重点关注估值安全边际高、成长逻辑清晰的特色原料药板块，及受益于全球产业转移、与疫情相关度低的 CDMO 板块。

长期来看，再次强调核心赛道：基于工程师红利的创新药产业链（特别是 CDMO 景气下整个配套产业链）、产业升级受益的制药升级产业链（API 主导的医药制造升级）、技术突破带来应用场景多元化的医疗/检测产业链（IVD、连锁医疗服务、创新器械）。且我们通过市场表现认为当前市场对于以上核心赛道的景气水平及远期空间并没有认识充分，我们认为主要原因在于很多人过于关注静态的行业需求变化（CDMO 中订单的平行转移、疫情相关的检测试剂刚需等方面），而忽略了“中国制造”在行业机遇中通过难得的迭代、试错机会为供给端自身带来的产业升级、技术精进、效率提升、业务拓展等成果，长期看核心赛道价值并非仅限于简单线性外推或海外对标。因此，我们维持核心赛道仍是当下配置重点的判断。

2. 重点研究更新

2.1. 阿拉丁深度报告：国内高端科研试剂龙头企业的长牛路径展望

他山之石，探讨科研服务行业的成长路径

丹纳赫、赛默飞世尔均是国际科学服务领域的佼佼者，数年来股价表现优异。从成长路径来看，我们认为有以下几点可供借鉴。①专注具备长期发展前景，技术附加值高，行业壁垒高的行业，合理调整业务结构及产品线。②高度重视并购重组，在高增长和新兴市场不断扩张。并购标的行业地位强，有助于丰富公司的产品线，维持品牌高声誉。丹纳赫近30年中并购超过400次，赛默飞世尔每年将资本部署的60%-75%用于并购重组。③采用精细化运营管理模式，重视营运效率和现金流充裕。丹纳赫坚信核心收入增长+市场扩张+强劲的自由现金流+并购=领先的EPS增长和复利回报。

高端科研试剂电商龙头，“高研发投入+精细化管理”打造强盈利模式

公司是国内高端科研试剂电商龙头，以科研试剂为核心业务，产品线覆盖广阔，享有业内高口碑。公司立足于高端试剂市场，依托高研发投入驱动产品积极创新拓展业务规模，同时采用精细化运营管理模式持续降本增效。公司营收与净利润始终保持较高增速，2012-2019年营收与净利润复合增长率为22.75%和24.25%。产品毛利率稳定在70%以上，远高于行业平均水平。

快速增长的国内科研经费投入驱动科研试剂市场容量提升为公司未来长久较快发展提供坚实基础

2006年后，中国R&D支出进入快速增长通道。从增长速度看，中国R&D经费增长大大快于全球平均增长速度，R&D经费投入强度较发达国家仍有较大提升空间，同时，基础研究经费投入受政策影响，未来将有确定性提升。中国科研经费投入将继续保持高速增长。公司收入主要来自于研发用试剂，主要客户对象集中于高校、科研机构以及企业研发部门，中国科研经费投入的爆发式增长，将为公司未来主营业务较快增长提供基础。

公司电商模式与科研试剂销售特点较为契合，有助于把握客户需求，拓展市场

化学试剂销售具有下游客户分散、单次购买量小，客户间需求差异性高等特点，采用传统模式销售成本较高，电商销售模式覆盖范围广、推广费用低，可较好满足科研试剂的销售需求。公司依托电商平台可快速准确响应客户需求，有效塑造品牌形象，客户粘性强。未来三年，公司计划开发出3万个紧密结合市场方向的新品种，产品线扩充不仅或为公司持续吸引新增客户，同时也将增强现有客户粘性，在终端用户口碑的不断积累及影响加成下，公司市场份额有望迎来较快发展。

盈利预测及估值

公司作为国内科研试剂龙头企业，盈利能力强。相信未来随着国内科研经费投入规模持续扩大，公司依托电商平台的优势及不断扩大的品类数，有望保持高速增长。我们预计2020-2022年公司EPS为0.75、1.19、1.59元/股，2020年11月13日收盘价对应PE分别为66、41及31倍。我们推测公司2020-2022年利润端增速为18.73%、59.40%及33.44%，CAGR 36%。参照可比公司及公司在国产自研试剂电商的龙头地位，认为公司的合理市值为66.61亿（对应2021年PEG 1.14），首次覆盖给予“增持”。

风险提示

核心技术失密的风险；市场竞争激烈的风险；安全生产风险；信息系统及网络完全的风险；受新冠疫情影响业绩下滑幅度较大的风险

2.2. 维亚生物重要事件点评：服务链拓展，小分子 CDMO 收购落地，新天花板打开

朗华制药 80% 股权收购并表，管理半径从轻资产到重资产拓展

2020 年 11 月 13 日，公司发布公告，公布关于朗华制药 80% 的股权收购正式落地，迈出公司一体化布局的第一步。维亚生物于 IPO 始，加快布局收购 CMO。2019 年 IPO 募集资金中预留 40% 用于 CMO 产能建设及平台搭建；2020 年 5 月 20 日，公司发布公告拟收购朗华制药 60% 股权，并于 8 月 9 日将收购比例提升至 80%，对价提升至 25.6 亿元，2020 年利润对赌提升至 1.6 亿元。国内 CDMO 赛道是我们持续强调的外包领域景气持续加速的赛道。全球订单向国内转移将成为 CDMO 业绩加速主驱动，中国区市场红利与产业升级也有望在长期贡献明显的业绩弹性。此次向下游拓展，不仅是拓展一体化平台的重要一步，也帮助公司迅速进入 CDMO 赛道，尽享行业景气度，随着公司 CMC 能力建设及、CDMO 自身客户持续拓展及维亚生物整合顺利推进，2021-2023 年 CDMO 业务和维亚投资孵化客户有望逐步形成协同效应，对于 CDMO 业务的良性增长及自身商业模式拓展提供现金流、整合经验支撑。

朗华制药本身质地如何？

朗华制药为一家主要从事小分子原料药、中间体生产和 CDMO 业务的小分子研发制造公司，已获得包括 GMP 等多项全球生产质量认证，并购后将成为维亚生物小分子药及中间体的唯一 CDMO 平台。2017-2020H1 朗华制药营业收入迅速提升，收入分别为 0.89 亿，11.22 亿，12.38 亿及 8.09 亿，净利率由 1.51% 提升至 11.94%，主要受到有较高附加值的 CDMO 订单增加的带动，显示出较好的成长性。我们认为，朗华制药已经具备基本的合规性产能、工艺开发能力，而作为维亚生物的产能补充，对于维亚生物服务客户能力的提升，以及最大程度提升“朋友圈”价值，或有非常好的助力，我们也将持续关注公司收购后管理整合的推进节奏。

“投资孵化”+“一体化服务平台”是公司做大做强的必然选择

目前市场上由于公司商业模式疑虑，导致公司估值持续显著低估。我们认为，市场忽略了药筛+投资孵化业务所奠定新商业模式基础，这种基础对于服务链拓展具有天然的“导流”作用，这也奠定了公司不同于一般医药 CXO 的发展路径。公司作为差异化技术平台的医药 CXO，依靠药筛技术平台起家，靠单一技术平台做大，我们认为难度较大（并非不可行），最终低集中度也就造成天花板较低，而一体化拓展是其必然选择。EFS 商业模式对投资孵化项目的较强话语权将极大助力新业务拓展加速落地，快速发展。因此我们认为，公司迅速收购小分子 CMO 朗华制药、药物化学 CRO 信实生物及在杭州打造孵化基地，均是为了进一步加强 CFS 与 EFS 之间的协同效应，是公司商业模式的优势所在，也是必然选择。

盈利预测及估值

基于公司核心业务板块分析，不考虑 CDMO 业务并表影响，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45，0.32 及 0.36 元/股。如前次报告观点，我们预计 CRO 业务 2020 年净利润有望达到 1.78 亿，对应合理市值 133.5 亿元。为了减少投资收益年度波动，我们

采用 DCF 法测算了 EFS 部分市值，在中性假设下约为 135.67 亿。考虑朗华制药 2020 年利润对赌及 2020H1 公司的业绩情况，我们认为朗华制药的业务结构正在逐步向 CDMO 方向转型，保守估计对应市值为 87.5 亿元。因此我们认为，公司总合理市值约为 354.67 亿，处于显著低估状态，给予“买入”评级。

风险提示

新服务平台拓展必然带来整合的风险，CFS 向下游业务导流效果不达预期；市场投融资景气度下滑及 EFS 投资回报率不达预期。

2.3. 圣湘生物深度报告：基因检测普惠者，疫情机遇下踏上发展新征程

有别于大众的认识：

市场普遍认为公司取得的抗疫相关收入为一次性收入，随着国际疫情防控及疫苗研发取得进展，该部分收入难以为继，公司也将随之恢复到疫情前的状态。我们认同长期看随着国际抗疫取得成效及市场竞争加剧，当前高额的相关收入及利润势必回落，但我们认为非持续性的疫情会对行业及公司产生持续性的深远影响：

1、疫情促使国内 PCR 检测能力普及，带来行业发展加速；圣湘生物凭借核心技术，产品具有“测得准”、“测得快”等优势，有望在享受行业加速红利的同时市占率提升；

2、疫情期间国内多家企业的新检测产品走上国际舞台；圣湘生物凭借反应速度及产品质量月度出口量持续领先（截至 9 月单月出口量持续第一），表明公司产品受国际客户认可，有望在未来非新冠产品出口中占得先机；

3、疫情期间获取的高额利润给予仍处于成长期的圣湘生物加大研发、销售、产能建设乃至资本运作等选择，为公司实现跨越式发展提供了可能。

基于以上三点，我们认为圣湘生物是疫情机遇下长期显著受益标的，疫情有望成为公司加速发展的“催化剂”。

公司概况：技术先进、产品齐全的分诊断普惠者

公司是一家以自主创新基因技术为核心，集诊断试剂和仪器的研发、生产、销售，以及第三方医学检验服务于一体的体外诊断整体解决方案提供商。公司致力于成为基因科技普惠者，凭借自主开发的一系列核心技术研发了传染病防控、癌症防控、妇幼健康、血液筛查、突发疫情防控、慢病管理等性能赶超国内外先进水平的产品 300 余种，可提供各类优质检测服务 2,200 余项，产品已在全国 2,000 多家医疗机构使用，并远销全球 120 多个国家和地区。公司 2020 年前三季度，受新冠疫情带来的公司检测试剂及仪器等产品需求激增影响，实现营业收入 36.05 亿元，同比增长 1381.47%；归母净利润 20.13 亿元，同比增长 10702.39%。

PCR 行业：空间广有望长期高增，疫情下更添发展机遇

我国的 PCR 实验室在检测项目数量方面仍与欧美发达国家存在较大差距，从项目数量上看存在翻倍以上空间，在不考虑新冠因素的前提下，PCR 行业仍有望在较长时期维持 20%-30%左右的行业增速。展望后疫情时代，我们认为存在四重因素助力优质企业长期发展：1、行业景气度提升，优质企业抓住机遇攫取利润并充分利用可使得整体实力在短期内完成跃升，实现弯道超车；2、PCR 实验室资源下沉，有望带动各类分子诊断试剂放量；3、需求去中心化趋势下，POCT 分子诊断新应用场景打开市场空间，市场超百亿；

4、中国制造优势体现，有望全面打开医疗器械国产化替代空间，以及国产中高端医疗制造的出口之路。整体看行业景气度更上层楼。

公司优势及展望：全场景解决方案助力成长，疫情下更上新台阶

公司通过自主研发的“磁珠法”、“一步法”、“全自动统一样本处理系统”、“POCT 移动分子诊断”四大特色技术的有机组合，推出了“快速筛查分流方案”、“精准诊疗指导方案”、“现场即时检测方案”三种各有侧重的普适化、全场景化整体解决方案。回顾公司历史，充分利用三种方案各自的长处解决相应市场痛点是公司快速成长的核心；在未来在尚未出现颠覆性新技术的前提下，公司后续的试剂新品有望复制此前产品的成功。

我们通过对公司各产品管线市场规模及市占率分别进行测算，认为在公司产品性能优势叠加政策加强 PCR 检测能力建设，分子诊断在 IVD 行业渗透率加速提升的共振下，公司肝炎产线 2020-2022 年营收同比增速达到 19.1%、30.9%、25.2%，HPV 产线达到 50.6%、66.8%、57.6%，维持优势地位；2018 年获批的血筛产线 2020-2022 年营收同比增速达到 1030.0%、172.0%、66.8%，开启快速放量；呼吸道产线（剔除新冠产品）在呼吸道六联检、七联检（2020-2021 年上半年获批）新品推动下 2020-2022 年营收同比增速有望达到 150.0%、550.0%、75.0%；2020 年 4 月获批的分子 POCT 产品在基层医疗新基建推动下预计 2020-2022 年分别装机 3000、3000、4000 台，共同驱动公司快速成长。

此外，公司优质的产品在疫情期间被全球客户发现并认可，在此过程中海外的销售渠道进一步完善，未来有望带动公司 POCT 仪器海外放量及后续各类检测试剂新品出口，迈向空间更为广阔的国际大舞台。

盈利预测及估值

根据分拆测算，我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 46.91、40.22、30.49 亿元，对应增速 1183.9%、-14.3%、-24.2%；实现归母净利润 25.53、20.57、12.78 亿元，对应增速 6366.86%、-19.45%、-37.86%。其中新冠核酸检测产品贡献的利润在 2020-2022 年分别为 22.42、15.64、5.55 亿元，2021-2022 年同比增速分别为-30.23%、-64.51%；非新冠业务利润分别为 3.11、4.92、7.23 亿元，2021-2022 年同比增速分别为 58.29%、46.82%。根据可比公司给予公司 2021 年非新冠业务 66 倍估值，新冠试剂业务 10 倍估值。合计整体估值为 481 亿元，对应目标价为 120.34 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

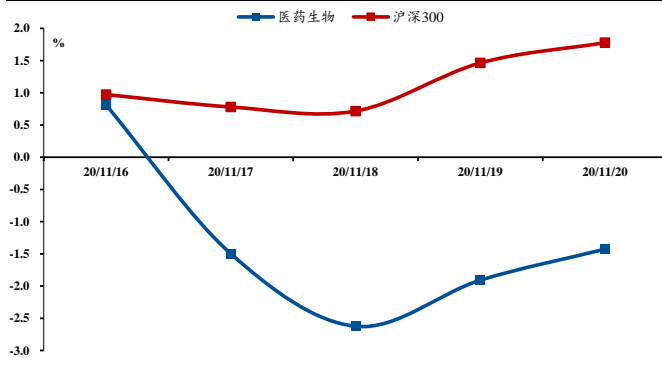
新品推广不及预期风险、市场竞争日趋激烈的风险、IVD 技术颠覆风险、政策变化风险。

3. 上周行情回顾

3.1. 医药行业行情：板块继续回调，估值持续走低

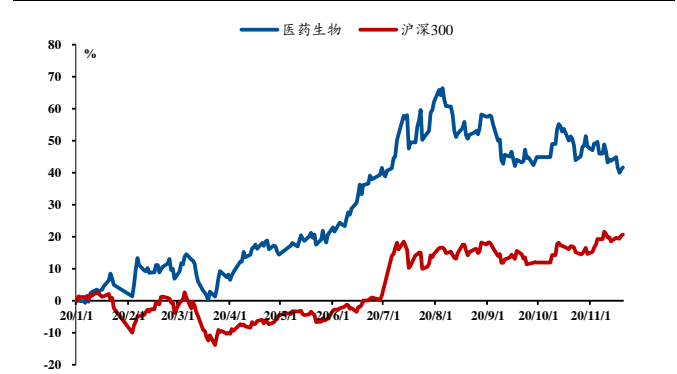
本周医药板块下跌 1.43%，跑输沪深 300 指数 3.21 个百分点，在所有行业中涨幅排名倒数第 1 名。2020 年初以来，医药板块上涨 41.69%，跑赢沪深 300 指数 21pct，位列所有行业涨幅第 6 位。

图 1：本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



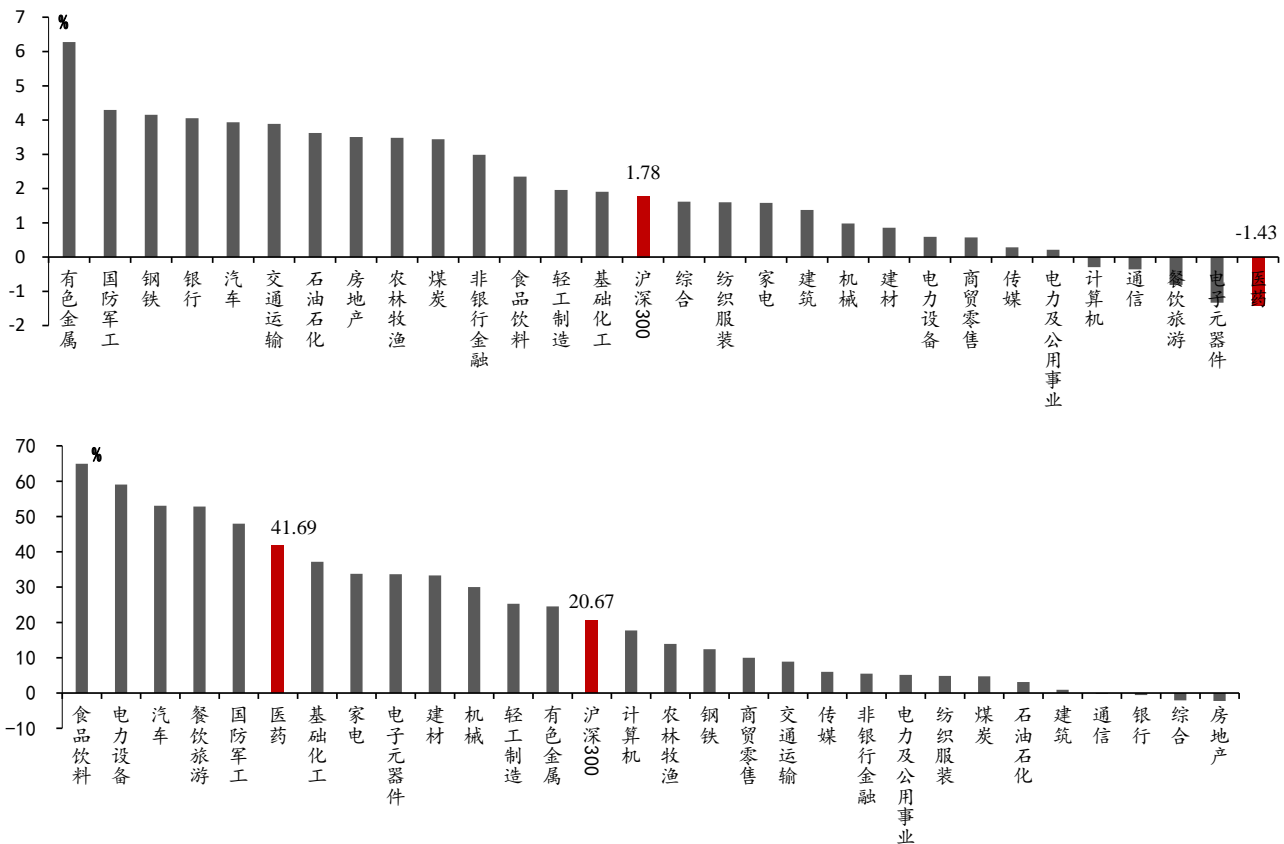
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2020 年度涨幅）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

本周医药板块成交额占比明显回落。上周医药行业成交额为 2975 亿元，成交额占市场总成交额的 7.5%，较上周下跌 1.3 个百分点。9 月下旬以来，医药板块成交额占比持续

下降,我们认为,这可能和板块轮动和估值切换策略有关;在资金的风险偏好所有变化的情况下,我们推荐关注业绩稳健增长、公司质地好的板块龙头的表现。

图 4: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例

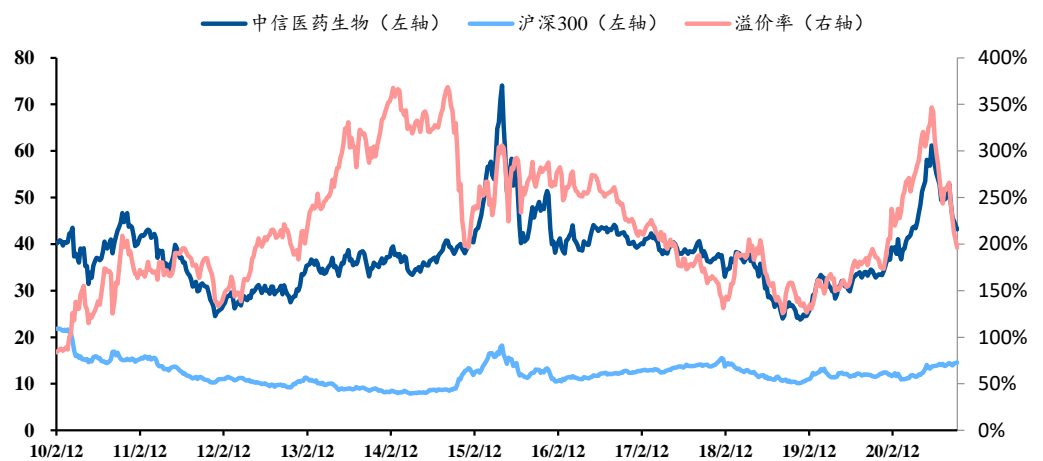


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

估值: 持续下降, 溢价率仍高于四年平均。截至 2020 年 11 月 20 日, 医药板块整体估值(历史 TTM, 整体法, 剔除负值)为 43.2, 比上周下降了 0.87, 但仍处于 2010 年以来的历史估值的中枢略高区间。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 196%, 比上周下降了 8.2 个百分点, 溢价率处于四年间滚动平均高位。

我们认为, 基于过去 3-4 年医药板块政策导向产业的结构化升级, 产业分化加速, 从时间维度上, 医改已经进入明显的深水区, 政策的影响分析不适合用历史的价格、审批、医保等方面的政策去类比, 医药行业明显处于新旧动能更替的历史阶段。我们认为, 全球疫情对中国医药产业既有一次性的短期影响, 也有持续性的深远影响; 而在疫情后半场, 建议更多关注三医联动改革背景下医药投资的中期逻辑, 更多追踪医药行业“枢纽性”和内需驱动型板块景气度的变化, 再次强调我们在 2020 年中期策略报告中提到的“全球接轨, 替代升级”的选股思路, 持续推荐制药创新升级产业链(API+CXO)、器械创新升级产业链(补短板+技术迭代)及非药领域商业模式创新, 这些领域随着供给端的持续推进, 景气度均逐步进入兑现提升的阶段。

图 5: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.2. 医药子行业：估值切换、风险偏好变化下，疫情标的回落

据 Wind 中信医药分类看，化学原料药、中成药和化学制剂板块微涨，涨幅均低于 0.2%；高估值板块如医疗服务和生物医药分别下跌了 5.3%和 2%。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，本周综合性仿制药企业和特色原料药企业有所上涨，涨幅分别为 2.4%和 1.3%；医药服务、研发创新型药企、医疗服务板块跌幅最明显，分别达到 5.8%、3%和 2.9%。从个股上看，医药服务板块个股平均跌幅较明显，其中康龙化成、药明康德等公司跌幅达到 10.1%和 7.3%；疫苗相关标的如西藏药业周跌幅达到 14.6%，智飞生物、康泰生物等标的同样跌幅明显。

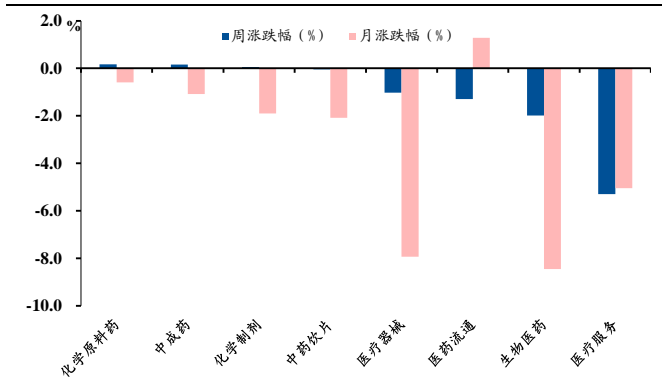
近期思考：2020 年上半年特色原料药、CXO、疫情相关器械标的业绩亮眼，公司挣的到底是行业的 β ，还是自己的 α ？上半年浩浩荡荡的医药行情，我们挣得到到底是行业 β ，还是公司 α ？

随着国内外疫情反复和疫苗研发进程的变化，市场资金的风险偏好、板块偏好都在发生变化，上半年涨幅明显的标的近期回调明显。我们在历次研究中多次强调“景气赛道”，在工程师红利、生产能力升级的大背景下，在 CXO 板块和 API 板块我们看到了不同的兑现节奏和公司业绩表现。我们认为，对于中国整体相对薄弱的生产质量管理体系、产品注册能力而言，API 及 CDMO “产能转移”的大 β 还没有真正兑现，医药生产端的转移需要时间、经验和信任关系，我们和印度、欧洲的 API、CDMO 龙头仍有显著差距；换个维度思考，疫情本身难以在短期加速生产端的转移，更不会让相关公司透支景气预期。而对于头部公司，我们看到了产品梯队搭建、合规产能扩张、技术平台拓展这些慢变量的边际变化，在中国擅长的大规模制造领域，部分品种率先在全球取得竞争优势。我们梳理了头部 API 和 CDMO 公司激活的 DMF 品种、数量的变化，我们感受到 2020 年以来头部公司正加速切入全球药品供应链、服务链中更具盈利能力的环节，而行业的这种大 β 机会有望将带来 API 和 CDMO 板块公司的景气度机会。

从短期估值看，PEG（2020 年，采用 2020 年 11 月 20 日收盘价）上看，生物药、医疗服务 PEG 分别为 4.54 和 3.72，远高于沪深 300（1.8）和中信医药指数（1.34）；特色原料药板块 2020 年 PEG 均值为 0.81，考虑到 9 月以来特色原料药板块已明显调整，我们推荐投资者重点关注估值安全边际高、成长逻辑清晰的特色原料药板块，及受益于全球产业转移、与疫情相关度低的 CDMO 板块。

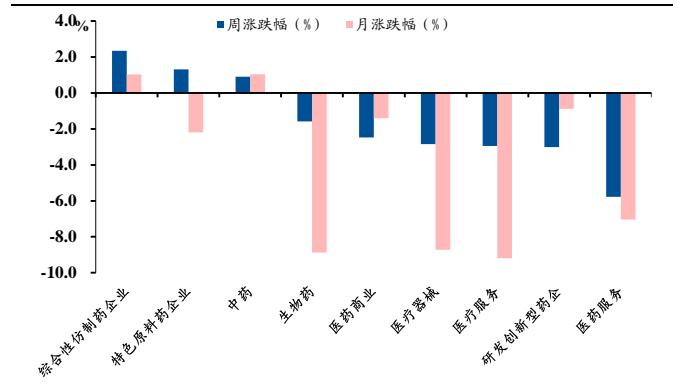
长期来看，再次强调核心赛道：基于工程师红利的创新药产业链（特别是 CDMO 景气下整个配套产业链）、产业升级受益的制药升级产业链（API 主导的医药制造升级）、技术突破带来应用场景多元化的医疗/检测产业链（IVD、连锁医疗服务、创新器械）。且我们通过市场表现认为当前市场对于以上核心赛道的景气水平及远期空间并没有认识充分，我们认为主要原因在于很多人过于关注静态的行业需求变化（CDMO 中订单的平行转移、疫情相关的检测试剂刚需等方面），而忽略了“中国制造”在行业机遇中通过难得的迭代、试错机会为供给端自身带来的产业升级、技术精进、效率提升、业务拓展等成果，长期看核心赛道价值并非仅限于简单线性外推或海外对标。因此，我们维持核心赛道仍是当下配置重点的判断。

图 6：本周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

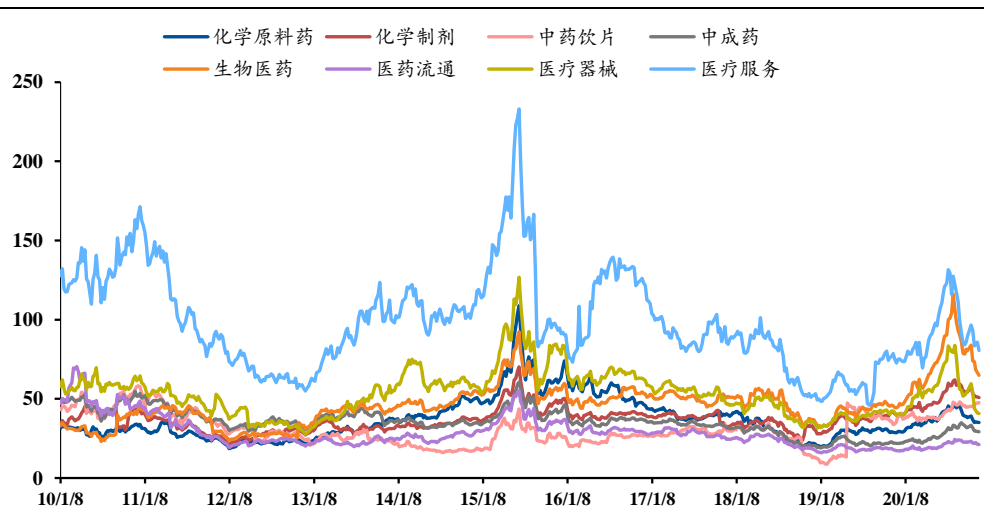
图 7：本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）



资料来源：Wind，浙商证券研究所（以上为浙商医药重点公司汇总）

市盈率方面，医疗服务、生物医药、化学制剂板块位列前三。截至 11 月 13 日，市盈率分别为 86 倍（医疗服务）、67 倍（生物医药）、51 倍（化学制剂）。我们认为这也显示了随着集采逐渐趋于常态化，其对医药板块的影响呈现边际递减，对化药及生物药板块起到了持续推动作用，而医药服务作为医药行业“卖水人”更透彻的享受了创新制药升级的红利。在目前行情下，估值波动的风险成为潜在风险，也建议投资者提高自下而上的配置，低估值、有增量产品（变化）支撑的标的，做仓位平衡配置，沿产业趋势优选标的，长期持有。

图 8：2010 年以来医药子行业估值变化情况

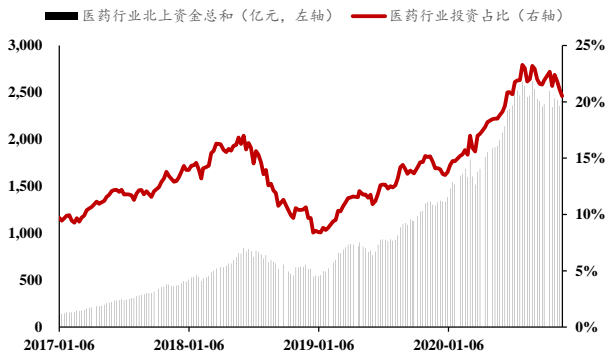


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3. 陆港通&港股通：医药持仓有所下降，龙头效应仍然显著

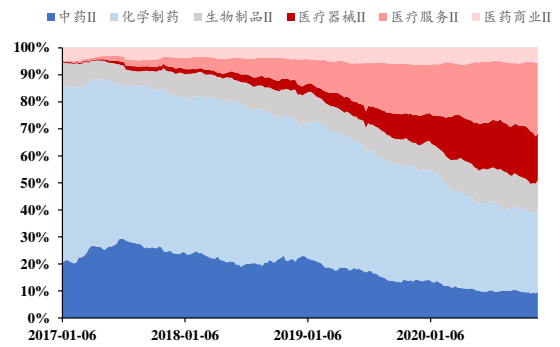
截至 2020 年 11 月 20 日，陆港通医药行业投资 2303 亿元，医药持股占陆港通总资金的 20.5%，占比回落。子板块看，化学制药占比提升 1.1 pcts 至 30.9%，医疗服务占比有所下降。我们认为，陆港通资金流向反映出包括海外投资者在内的机构对医药不同板块的不同景气度预期。历史上看，中成药龙头如云南白药等长时间受到机构青睐，而近几年化药板块内部结构分化，以医疗器械、医疗服务等为代表的非药板块持仓增幅显著，这提示我们关注医药行业政策中周期下枢纽性和内需驱动型子板块景气度变化，及长周期下公司 α 属性对二级市场超额收益的持续贡献。

图 9：2017-2020.11.13 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

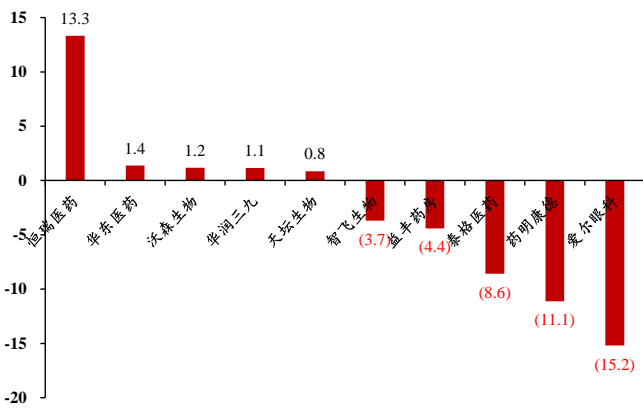
图 10：2017-2020.11.13 医药股北上资金布局子行业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

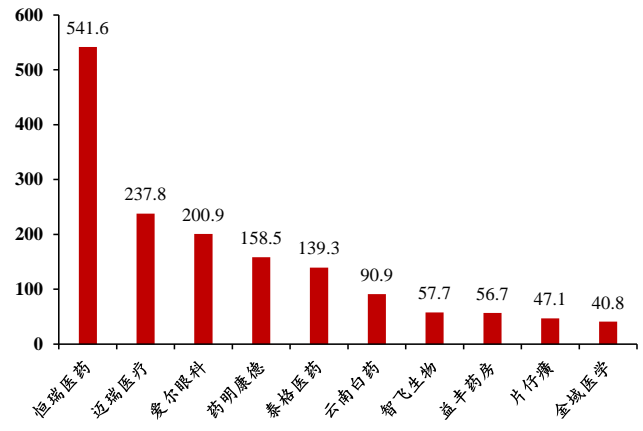
具体持仓标的上，2020年11月16日至11月20日陆港通医药标的市值变动前5名分别为恒瑞医药、华东医药、沃森生物、华润三九和天坛生物，后5名分别为爱尔眼科、药明康德、泰格医药、益丰药房和智飞生物；港股通医药标的市值变动前5名分别为锦欣生殖、微创医疗、威高股份、先健科技和金斯瑞生物科技，后5名分别为中国生物制药、复星医药、平安好医生、药明康德和爱康医疗。复盘陆港通和港股通持股标的的变化，持股总市值中龙头效应明显；边际变化看，疫苗相关标的、医药服务标的波动性相对较大，我们认为，这部分反映出防疫常态化和医药器械采购政策变化下，资金的板块景气度的预期差。

图 11：2020.11.16-11.20 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名



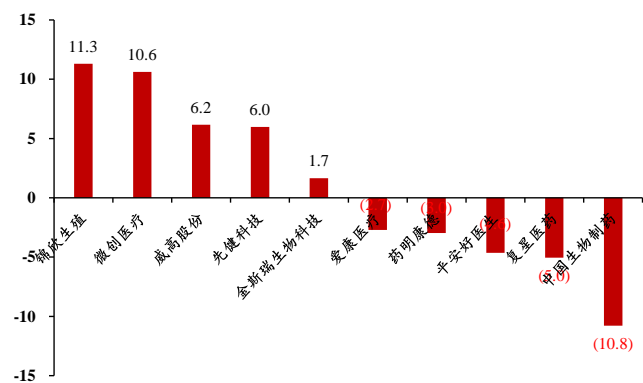
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：2020.11.16-11.20 陆港通医药股市值前 10 名



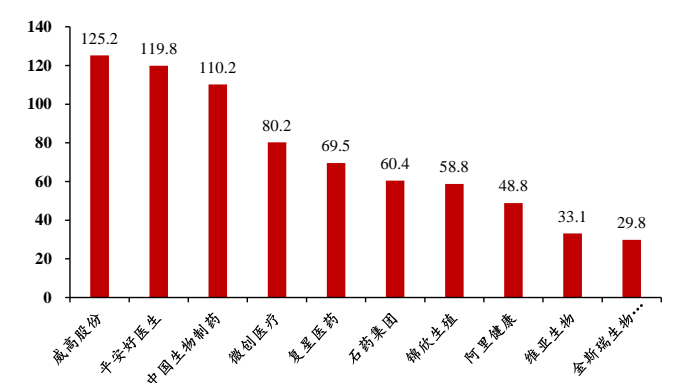
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：2020.11.16-11.20 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名



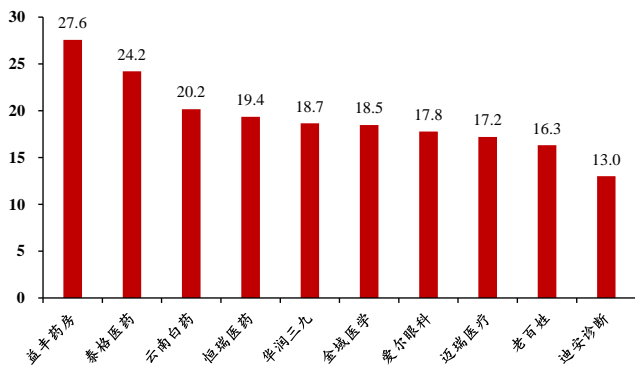
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：2020.11.16-11.20 港股通医药股市值前 10 名



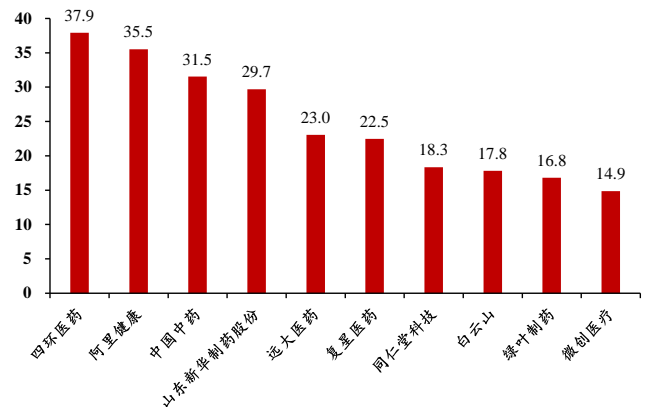
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15: 2020.11.16-11.20 陆港通医药股陆港通持股占比前 10



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 2020.11.16-11.20 港股通医药股港股通持股占比前 10



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.4. 限售解禁&股权质押情况追踪

近一个月来限售股解禁及股权质押情况变化: 关注基本面因素外可能影响股价流动性和交易配置的因素。2020年11月9日至12月4日, 共有15家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁, 其中博瑞医药、一品红、迈德医疗、盘龙药业等涉及解禁股份占流通股本比例较高。

在股权质押方面, 珍宝岛、英科医疗、鱼跃医疗等公司第一大股东股权质押比例有一定幅度上升, 福安药业、楚天科技、汉森制药等公司比例明显下降。

表 2: 2020年11月9日至12月4日医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁市值 (万元)	解禁股本占流通 A股比例	解禁收益率 (%)
688166.SH	博瑞医药	2020-11-09	14,152.82	777,131.13	363.4%	
300725.SZ	药石科技	2020-11-10	1,851.60	248,540.54	18.8%	
002022.SZ	科华生物	2020-11-10	1.95	36.74	0.0%	
603127.SH	昭衍新药	2020-11-13	70.98	7,310.94	0.3%	
300753.SZ	爱朋医疗	2020-11-13	244.70	7,358.12	5.2%	
300723.SZ	一品红	2020-11-16	11,266.67	512,633.33	253.8%	
002864.SZ	盘龙药业	2020-11-16	3,717.10	106,160.38	80.8%	
300406.SZ	九强生物	2020-11-17	26.80	573.19	0.1%	
688566.SH	吉贝尔	2020-11-18	173.01	5,218.02	4.5%	27.31
002044.SZ	美年健康	2020-11-18	17,713.94	213,098.69	4.8%	4.16
603716.SH	塞力斯	2020-11-19	123.19	1,956.23	0.6%	
300601.SZ	康泰生物	2020-11-20	2,727.27	405,736.36	5.9%	35.45
300016.SZ	北陆药业	2020-11-25	152.46	1,767.01	0.4%	
000739.SZ	普洛药业	2020-11-30	3,165.42	69,955.74	2.8%	183.71
688310.SH	迈得医疗	2020-12-03	1,693.00	53,922.05	85.3%	

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

表 3：本周医药公司前三大股东股票质押比例变动

公司简称	第一大股东	第二大股东	第三大股东
	质押比例变化 (%)	质押比例变化 (%)	质押比例变化 (%)
珍宝岛	25.0	0.0	0.0
英科医疗	16.9	0.0	0.0
鱼跃医疗	8.5	0.0	0.0
天士力	5.8	0.0	0.0
海思科	3.0	-4.5	0.0
赛隆药业	0.0	-20.1	0.0
科伦药业	-2.1	0.0	0.0
汉森制药	-8.2	0.0	0.0
楚天科技	-25.9	0.0	0.0
福安药业	-44.7	0.0	0.0

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

4. 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>