



2021 年医疗行业展望： 坚持创新，伺机而动

- 2020 年全年回顾：**2020 年中国医药板块跑赢大盘，MSCI 中国医药指数涨幅高于 MSCI 中国 13%。但上半年涨幅高于 MSCI 中国 22%，下半年则跑输大盘。上半年各细分行业的表现分化明显，下半年分化缓慢缩小。2020 年初以来的股价表现最好的三个板块为互联网医疗、医疗器械和生物科技，下半年均有回调，与我们的预期一致。下半年表现最好的两个细分行业为医疗服务和 CRO 板块。
- 2021 年全年展望：**2020 年全年医药板块整体表现仍然跑赢大市，上半年市场过度反应，下半年趋于理性。2021 年我们推荐关注增长确定性高的子行业，例如 CRO、医疗服务行业，也推荐关注子行业内分化度较高的生物科技、制药行业中长期基本面趋势向上、管线丰富、创新程度高的公司，上升期间一旦回调即是机会。
- 制药行业：还看创新转型。**集采常态化，降价压力持续，医保谈判或改变市场竞争格局，需要选择仿制药占比小、创新药管线丰富、积极创新转型应对的公司。
- 生物科技行业：静待创新之花绽放。**中国生物科技企业虽然大幅降低了研发风险，但也因为靶点集中、竞争激烈，面临医保谈判带来的变局。市值大的公司受到追捧，仍有小而美的投资机会有待发掘。
- CRO 行业：高增长高确定性。**行业增长稳定，是唯一在上半年利润增长为正的子行业，显示出风险较小、增长确定性较高的特征。因此明年增长确定性更高，部分公司还受益于新冠项目，长期看好。
- 互联网医疗行业：顺应时代发展。**在用户获取和政策推动上受益疫情影响，虽然目前还有部分瓶颈有待突破，但跟随药品销售终端变化、消费升级的长期趋势，是值得关注的新兴行业。
- 医疗服务行业：价值回归。**受疫情影响严重，今年的低基数将会推高 2021 年的收入和利润增速。综合医院孵化特色专科有望提升估值，而专科医院随着消费升级和并购扩张，将会达到更高的增速。
- 医疗器械行业：关注技术门槛高的产品。**医疗器械集采带来恐慌，但国产医疗器械占比低、技术门槛高的赛道仍然值得关注。
- 首选标的康龙化成，提升药明生物目标价至 97.0 港币：**在坚持创新的长期趋势下，我们对于生物科技、CRO、互联网医疗行业龙头长期看好，但仍需注意股价调整，制药行业分化中可挖掘投资机会。我们首选标的是康龙化成 (3759.HK)，估值相对还尚有空间，且处于高成长期。药明生物 (2269.HK) 受益于新冠项目，我们提升 2021 年收入和归母净利润增速至 64% 和 56%，提升目标价至 97.0 港币，对应 2021 年的 148 倍 PE 和 2.6 倍的 PEG。

朱倩岚

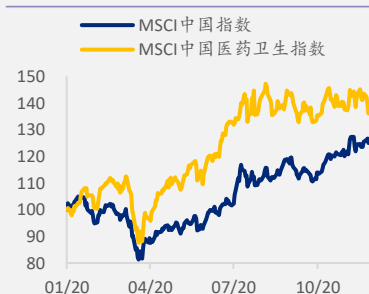
 医疗分析师
 vicky_zhu@spdbi.com
 (852) 2808 6439

胡泽宇

 助理分析师
 ryan_hu@spdbi.com
 (852) 2808 6446

2020 年 12 月 08 日

年初至今行业指数表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《互联网医疗行业：决胜时刻到来》
(2020-10-13)

《CRO 行业恢复高速增长，长期看好》
(2020-07-24)

《CRO/CDMO：后起之秀，前景可期》
(2020-04-22)

目录

2020 年全年回顾	3
上半年医药板块领跑，下半年股价疲软	3
市场逐渐回归理性	5
2021 年全年展望	7
坚持创新，伺机而动	7
制药行业：还看创新转型	10
生物科技行业：静待创新之花绽放	19
CRO/CDMO 行业：高增长高确定性	21
互联网医疗行业：顺应时代发展	22
医疗服务行业：价值回归	23
医疗器械行业：关注技术门槛高的产品	24
医药流通行业：稳定增长	25
覆盖公司	26
康龙化成	27
药明生物	28
药明康德	29
阿里健康	30
平安好医生	31

2021 年医疗行业展望：坚持创新，伺机而动

2020 年全年回顾

● 上半年医药板块领跑，下半年股价疲软

从 2020 年全年（截止 2020 年 12 月 7 日）的表现来看，中国医药板块跑赢大盘，MSCI 中国医药（港股）指数涨幅高于 MSCI 中国 13%。但若拆分上下半年的表现来看，上半年在疫情的刺激下，MSCI 中国医药指数涨幅高于 MSCI 中国 22%，下半年表现则为跑输大盘。

图表 1: MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药卫生指数 (11M 2020)



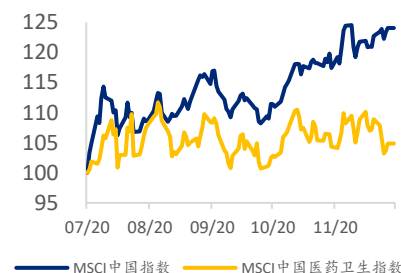
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 2: MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药卫生指数 (1H 2020)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药卫生指数 (2020 年 7-11 月)

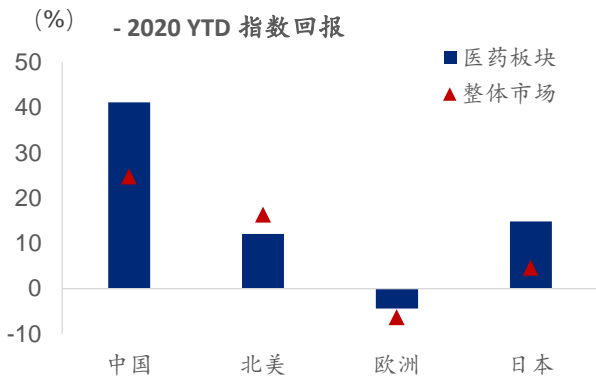


资料来源：Bloomberg、浦银国际

其他地区北美、欧洲和日本也在今年呈现出相同的趋势。全年北美医药跑输 4%，欧洲和日本医药板块跑赢 2%和 10%，上半年分别比当地整体市场表现高出 2%、18%和 15%，因此下半年的表现也趋于平淡。

从静态市盈率来看，MSCI 中国医药指数的静态市盈率相对 MSCI 中国指数的增长在整个全球市场仍很明显，2020 年初以来的市盈率比 2019 年的市盈率高 78%，而其他地区则相对稳定。MSCI 中国医药指数的市盈率显著高于 MSCI 中国，是因为新纳入的生物科技和互联网医疗公司拉低了盈利，因此造成了较高的市盈率。我们在今年年中的展望报告 [《2H20 医疗行业展望：分化中找长期机会》](#) 中曾指出，由于 MSCI 中国医药指数纳入了市值较大的未盈利公司，市盈率已不再是合适的估值参考标准。截止 2020 年 10 月底的数据来看，前 10 大市值的公司中有 4 家公司是未盈利公司（阿里健康在 2020 年 9 月底的半年报首次扭亏为盈），市值占 MSCI 中国医药指数的比重约为 18.93%。

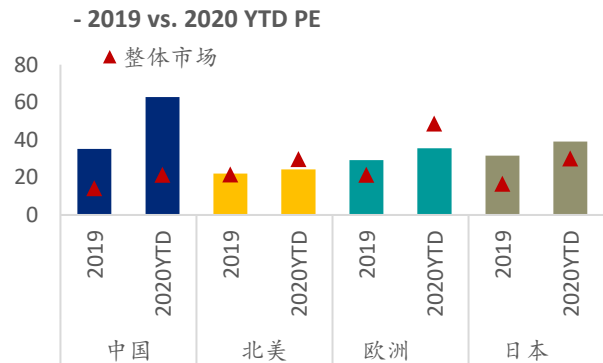
图表 4: 2020 年初以来全球医药板块指数回报均跑赢大市



注：医药板块指数表现分别为 MSCI 日本医药、MSCI 欧洲医药、MSCI 北美医药、MSCI 中国医药指数表现；整体市场指数表现分别为 MSCI 日本、MSCI 欧洲、MSCI 北美、MSCI 中国指数表现。股价截至 2020 年 12 月 7 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5: 全球医药板块 vs. 整体市场静态市盈率 (2019 vs. 2020 年初至今)



注：医药板块 PE 分别指 MSCI 日本医药、MSCI 欧洲医药、MSCI 北美医药、MSCI 中国医药指数的 PE；整体市场 PE 分别为 MSCI 日本、MSCI 欧洲、MSCI 北美、MSCI 中国指数的 PE。数据截至 2020 年 12 月 7 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

值得注意的是，MSCI 中国医药指数中，前十大公司市值占比为 61.99%，和 MSCI 美国医药的 48.55% 相比，集中度更高。我们认为，中国医药领域强者恒强的逻辑仍然存在，但因为整个市场处于扩容期，因此未来还可能在第二梯队中寻找投资机会。

图表 6: MSCI 中国医药指数（港股）前十大权重股

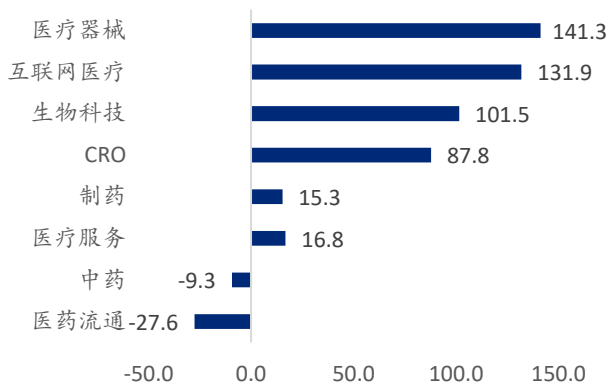
代码	股票	自有流通量调整市值 (十亿港元)	指数权重(%)	所属行业
2269 HK	药明生物	220.49	19.48%	CRO/CDMO
1177 HK	中国生物制药	81.17	7.17%	制药
1093 HK	石药集团	73.37	6.48%	制药
241 HK	阿里健康	65.51	5.79%	互联网医疗
1801 HK	信达生物	53.76	4.75%	生物科技
1833 HK	平安好医生	51.63	4.56%	互联网医疗
9688 HK	再鼎医药	43.39	3.83%	生物科技
3692 HK	翰森制药	40.9	3.61%	制药
1066 HK	威高股份	37.26	3.29%	医疗器械
2359 HK	药明康德	34.11	3.01%	CRO/CDMO
总计		701.60	61.99%	

资料来源：Bloomberg、公司数据、浦银国际

● 市场逐渐回归理性

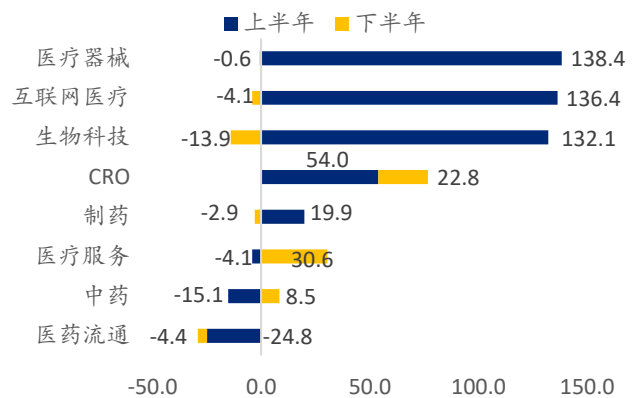
上半年医药各细分行业的表现分化明显，下半年分化在缓慢缩小。**2020年**以来的股价表现最好的三个板块为**医疗器械、互联网医疗和生物科技**，涨幅分别为**141.3%、131.9%和101.5%**，但下半年的表现不佳，与我们的预期一致。这三个细分行业在下半年分别有**0.6%、4.1%和13.9%**的回调。医疗器械例如春立医疗在下半年曾受到集采的影响股价受挫。互联网医疗前期疫情期间受益剧增的用户数和政策支持，市场过度反应后也趋于冷静，例如网上问诊业务占比相对较高的平安好医生在上半年股价翻倍，从8月开始回调，虽然目前股价相较年初仍有**60.5%**的涨幅。

图表 7: 2020 年 YTD 医药子行业股价表现 (%)



注：股价截至 2020 年 12 月 7 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

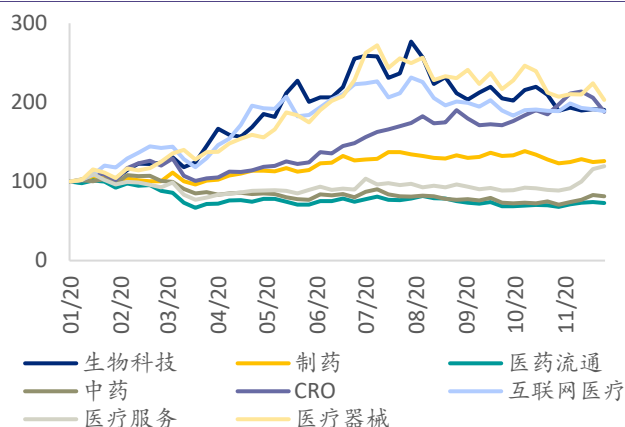
图表 8: 上半年和下半年医药子行业股价表现 (%)



注：下半年股价截至 2020 年 12 月 7 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

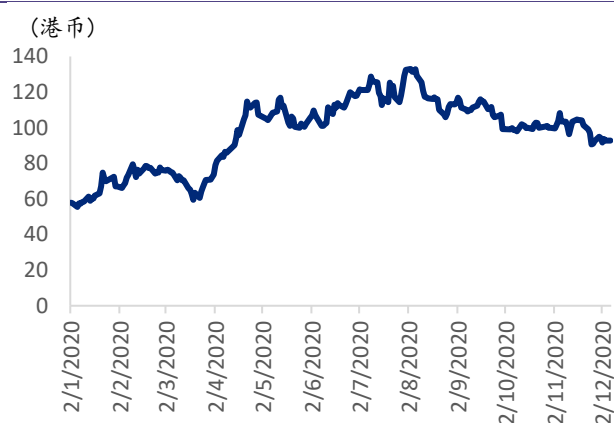
下半年涨幅最大的两个细分行业为**CRO 和医疗服务板块**，分别有**22.8%、和 30.6%的涨幅**。医疗服务在上半年受到疫情影响最大，下半年已经逐渐恢复，且今年低基数的情况下明年的增速会较为明显，因此股价有所反弹。CRO 最快从疫情中恢复，仍然保持高增速，增长确定性高，政策风险较小。中药和流通板块表现仍然平庸，行业缺乏强有力的催化剂。

图表 9: 2020 年年初至今医药子行业股价表现



注：股价截至 2020 年 12 月 7 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

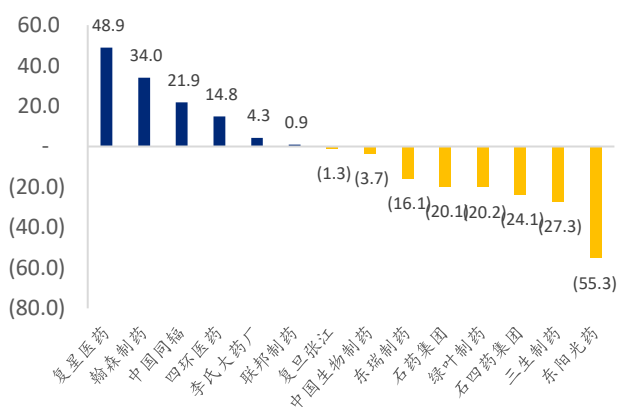
图表 10: 平安好医生年初至今股价表现



注：股价截至 2020 年 12 月 7 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

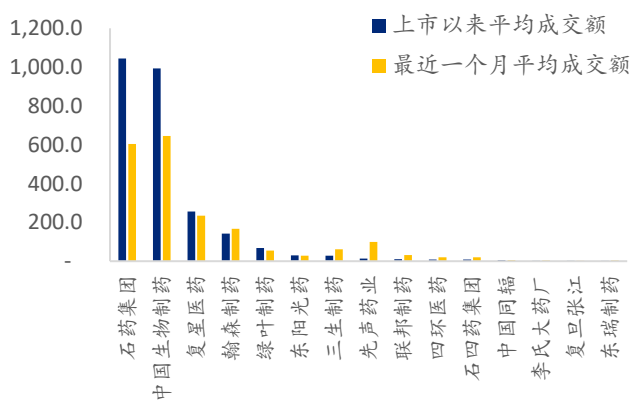
更微观的公司层面上，同一个细分行业中的分化仍然存在。例如，制药行业除了集采和医保谈判对整体制药行业的影响，个股的影响因素仍然很多。制药在 2020 年初至今的股价表现为 15%，复星医药涨幅最高为 48.9%，跌幅最大的东阳光药为 55.3%，分别是因为疫苗和抗病毒药的原因。从上市以来和最近一个月的平均成交额来看，头部企业石药和中国生物制药占明显优势，而对于中小型市值的制药企业，投资者热度一般。

图表 11: 制药行业个股年初至今股价表现



注：股价截至 2020 年 12 月 7 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 12: 制药行业个股平均成交额 (百万港元)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

2021 年全年展望

● 坚持创新，伺机而动

2020 年医药板块整体表现跑赢大市，但上半年市场过度反应，下半年趋于理性。虽然细分子行业在下半年的分化有所缩小，但同样也体现了价值回归，错杀的好公司股价有所反弹，而前期热度超过预期的股票出现“捧杀”的情况，因此基于对于子行业和单个公司的理解才能做出投资决策。

对于风险厌恶型的投资者，我们推荐关注增长确定性高的子行业，例如 CRO、医疗服务行业；对于风险偏好型的投资者，我们推荐关注子行业内分化度较高的生物科技、制药行业，长期基本面趋势向上、管线丰富、创新程度高的公司，上升期间一旦回调即是机会。

财务预测与股价表现

图表 13: 2020 年医药子行业股价、收入及利润变动

细分子行业	收入增长 (%)		利润增长 (%)		股价涨幅 (%)		收入增长 (%)	利润增长 (%)
	1H20	2H20E	1H20	2H20E	1H20	2H20	2021E	2021E
制药	17.6	23.1	-5.6	30.2	20.9	-3.9	22.8	24.3
医药流通	26.2	14.1	-8.9	64.2	-24.8	-1.3	10.7	12.4
中药	7.4	12.1	-15.7	81.6	-14.7	0.4	14.2	17.1
CRO	40.7	36.2	107.5	37.1	50.2	32.8	39.1	27.4
医疗服务	46.2	21.6	-45.2	158.3	-4.2	19.4	32.5	44.9
医疗器械	34.7	25.4	12.8	44.5	136.5	-10.7	56.9	255.6

注：生物科技行业和互联网医疗行业未盈利公司居多，未纳入表格中。E=Bloomberg 预测

资料来源：Bloomberg、公司数据、浦银国际

1. 制药行业

制药行业的利润增长在上半年受到疫情影响有小幅降幅，股价在下半年表现不佳很大程度是因为集采和医保谈判的降价压力。我们认为集采降价的压力今后在很长时间内都将伴随这个板块，因此需要选择仿制药占比小、创新药管线丰富、积极创新转型应对的公司。

2. 生物科技行业

分化明显，虽然 fast follow 的跟随策略大幅降低了临床开发的研发风险，但同时也因为研发追热点、靶点集中、竞争激烈，面临更多市场方面的不确定性，例如医保谈判可能完全改变药品的竞争格局。短期内市值大的生物科技可能受益于生物科技公司纳入互联互通范围。

3. CRO/CDMO 行业

CRO/CDMO 行业最快从疫情中恢复，是唯一在上半年利润增长为正的子行业，显示出**风险较小、增长确定性较高的特征**，因此在上半年和下半年股价都超出其他子行业的表现。明年增长确定性更高，部分公司例如药明生物（2269.HK）还受益于新冠疫苗和中和抗体项目带来的收入和利润贡献，整个行业增长确定性较高，市场预期明年的收入和利润增长分别为 39.1%和 27.4%。

4. 互联网医疗行业

趁着这次疫情，互联网医疗行业在用户获取和政策推动上都有了长足的进步。细分业态中，医药电商虽属于成熟的商业模式，处方药放开是一大利好，但仍需等待医保瓶颈突破。网上问诊目前还处于发展初期，除了平安好医生的母公司导流模式，后期发展一定程度依靠线下医疗资源的拓展。京东健康也将于近期上市，将为行业带来更多关注度。

5. 医疗服务行业

医疗服务行业在上半年受疫情影响严重，**今年低基数将会推高 2021 年的收入和利润增速**。综合医院处于医保控费的主旋律下，高增长很难达到，孵化特色专科可能是未来提升估值的一种路径。专科医院随着消费升级和并购扩张，将会达到更高的增速。

6. 医疗器械行业

医疗器械行业虽然有耗材带量采购的降价压力，但港股上市公司的产品组合中受到影响不大，基本都处于蓝海市场。

7. 医药流通行业

医药流通行业整体增速趋于稳定，销售终端从原先的约 70%占比的医院转向院外销售，行业龙头也早已开始布局如 DTP 药房等院外销售渠道。由于本身体量太大增长不明显，估值提升困难。集采对于医药流通行业属性偏中性，降价压力和资金周转两相抵消，且目前体量仍然很小。

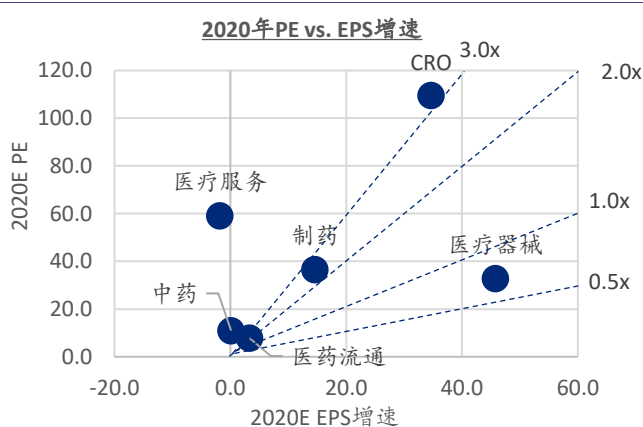
8. 中药板块

中药板块走势低迷，在医保控费大环境下，中成药也不可避免的会面临集采的挑战。改变产品组合走消费升级的道路直面消费者，或改变销售渠道或更加符合中成药企业的发展。

估值比较

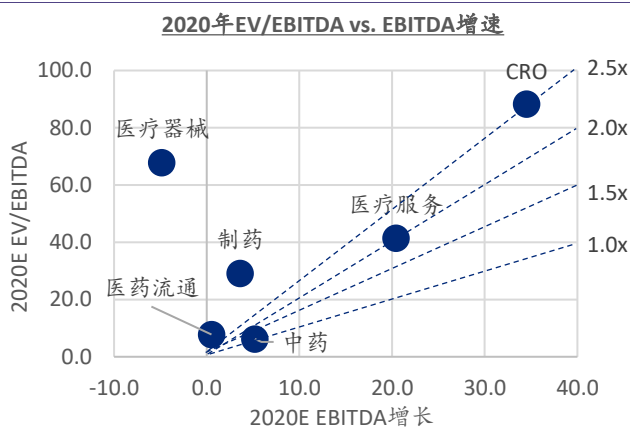
因为互联网医疗和生物科技公司细分行业尚未盈利公司居多，我们只对制药、CRO、医药流通等子行业的 2020 年和 2021 年的估值进行比较。根据市场预测，CRO 板块在 2020 和 2021 年的估值均处于较高水平。制药板块从 2020 年较高水平回落到 2021 年 1 倍的 PEG 和 EV/EBITDA/EBITDA 增速，可能是由于集采和医保降价带来的压力；医疗服务板块由于疫情影响，从 2020 年恢复到 2021 年的合理水平，估值上相对便宜；医疗器械板块的估值水平在 2021 年较 2020 年有所上升；医药流通和中药板块在 2021 年 PEG 估值倍数下降，处于较低水平。

图表 14: 2020 年 PE 和 EPS 增速预测



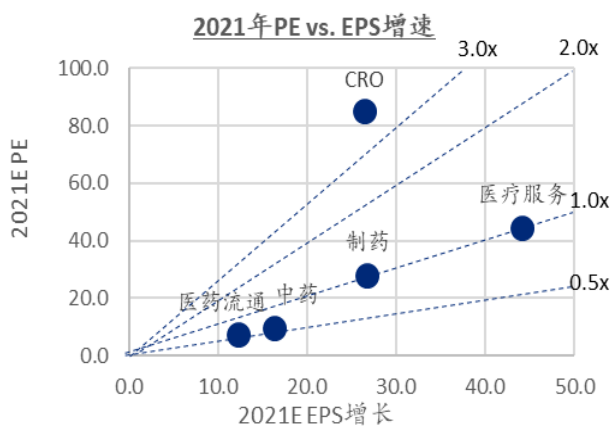
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 15: 2020 年 EV/EBITDA vs. EBITDA 增速预测



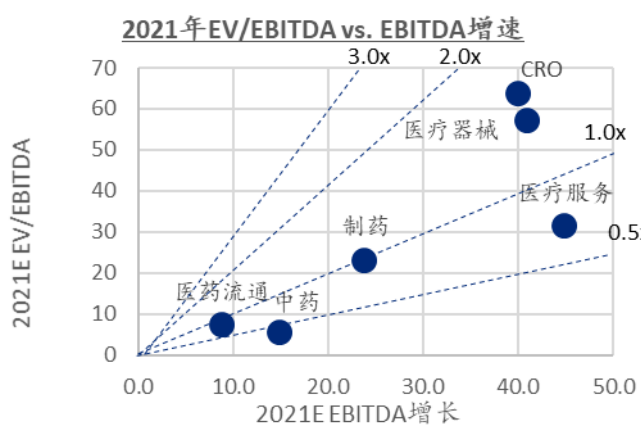
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 16: 2021 年 PE 和 EPS 增速预测



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 17: 2021 年 EV/EBITDA vs. EBITDA 增速预测



资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 制药行业：还看创新转型

制药行业的利润增长在上半年受到疫情影响有小幅降幅，股价在下半年表现不佳很大程度是因为集采和医保谈判的降价压力。我们认为在医保控费的大旋律下，集采降价的压力今后在很长时间内都将伴随这个板块，医保谈判能够改变药品竞争格局，因此应选择仿制药占比小、创新药管线丰富的公司。

集采常态化，降价压力持续

仿制药集采未来将成为常态，每一轮集采都如同西西弗斯的石头，不断打压成熟制药企业的估值。从集采时间上来看，每年都有2次国家集采+省级/联盟带量采购。自2018年12月开始，国家集采已经进行了1+3轮，平均每年将会执行2次集采，并且由于采购量为全国医院的50-80%，中选品种数量基本等于目录品种数量，意味着竞争激烈。

同时，省级集采进行得更为频繁，扩大了未进入国家集采的药品范围，而地区之间也会互相借鉴谈判价格。在国家带量采购常态化的背景下，已有福建、湖北、湖南、云南、山西、江西、安徽、青海等多个省级和联盟采购。例如今年11月，山东将首批40个药品纳入药品省级集中带量采购范围内，最终39个入围药品价格平均降价67.3%，最高降幅98.6%。今年11月底的重庆市、贵州省、云南省、湖南省、广西五省市联盟集采，药品最高降幅为83.54%。因此，药品价格持续下降，并且覆盖的药品范围逐渐扩大。

图表 18: 各轮带量采购规则对比

	第一批：4+7 试点	第一批国家集采（4+7 扩围）	第二批国家集采	第三批国家集采
目录品种数量	31	25	33	56
中选品种数量	25	25	32	55
采购周期	以结果执行日起 12个月为一个周期	1-2家：1年； 3家：2年； 采购周期视实际情况可延长一年	1家：1年； 2-3家：2年； 4-6家：3年	1-2家：1年；3家：2年；4-8家：3年
采购规则	最低价与降幅	报价最低的3家获得资格	入围 N-1 家，最多不超过 6 家，满足以下条件之一的入围企业便可拟中选：报价 ≤ 最低报价的 1.8 倍；降幅 ≥ 50%；报价 ≤ 0.1 元	入围 N-1 家，最多不超过 8 家，中选条件与第二批一致
开标时间	2018 年 12 月 6 日	2019 年 9 月 24 日	2020 年 1 月 17 日	2020 年 8 月 20 日
执行时间	2019 年 3-4 月份	2019 年 12 月	2020 年 4 月（湖北除外）	2020 年 11 月

资料来源：医药云端、浦银国际

但从这几批集采中选企业性质来看，国内药企的中选占比达到 85%-98%，而外企的参与度明显较低。因为进入集采的品种有部分为外资药品品种过了专利期却仍维持高价并占据很大市场份额，这也是国内药企参与度高的原因。从进入集采的药品销售来看，原先市场份额占比大的厂家将会承受业绩压力，但对于新获批药品上市的厂家想要快速扩大市场份额会是利好。

图表 19：各轮带量采购中选企业对比

集采批次	总中选企业数	外企中选家数	占比	国内药企中选家数	占比
4+7 试点	16	2	12.50%	14	87.50%
集采扩围	46	7 (1 家为仿制药企)	15.22%	39	84.78%
第二批集采	78	5	6%	73	94%
第三批集采	129	3	2.33%	126	97.67%

资料来源：医药云端、浦银国际

医保谈判博弈改变市场竞争格局

随着出生率下滑，老龄化到来，医保基金压力长期较大。过去 10 年 2009-19 年期间，基金支出的年复合增长率 21.7%，基金结余年复合增长率 20.2%。虽然目前来看增长率差距不大，但长期来看差距将拉大，医保基金压力逐渐增加。

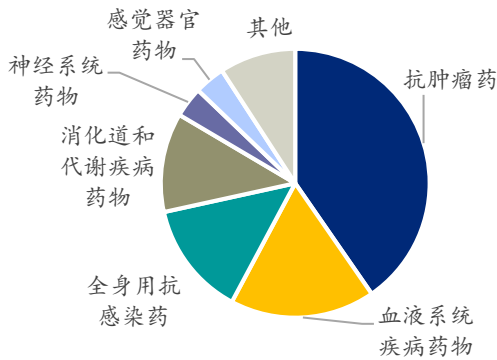
在医保控费的大环境下，从 2016 年 5 月开始国家共组织了 4 次医保谈判，对 153 个药品进行了医保谈判，其中抗肿瘤药品的占比最大为 35%。虽然 4 次平均价格降幅为 44%到 60.7%区间，但从使用金额和频度来看，自 2018 年 17 版目录执行后，医保药品使用金额及使用频度占比显著提升，19 版目录执行后使用金额、使用频度占比略有小幅升高。

图表 20：医保支出压力长期看较大

年份	基金支出 (亿)	累计结余 (亿)	支出增长 (%)	累计结余增长 (%)
2009	2,797	4,276	34.3%	24.6%
2010	3,538	5,047	26.5%	18.0%
2011	4,431	6,180	25.2%	22.4%
2012	5,544	7,645	25.1%	23.7%
2013	6,801	9,117	22.7%	19.3%
2014	8,134	10,645	19.6%	16.8%
2015	9,312	12,543	14.5%	17.8%
2016	10,767	14,964	15.6%	19.3%
2017	14,422	19,386	33.9%	29.5%
2018	17,608	23,234	22.1%	19.9%

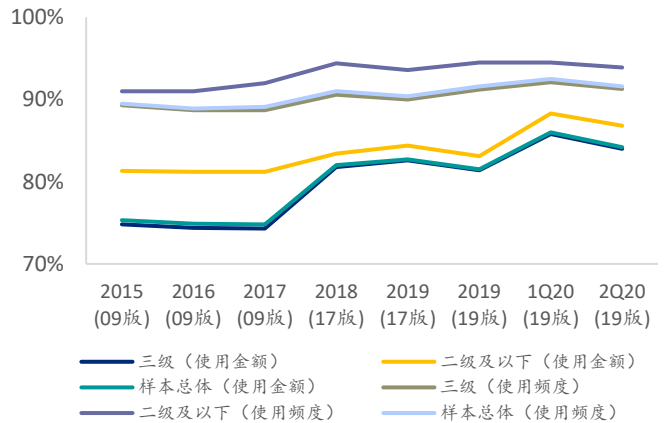
资料来源：国家医疗保障局、浦银国际

图表 21: 国家医保谈判涉及品种



资料来源: 上海市卫生和健康发展研究中心、浦银国际

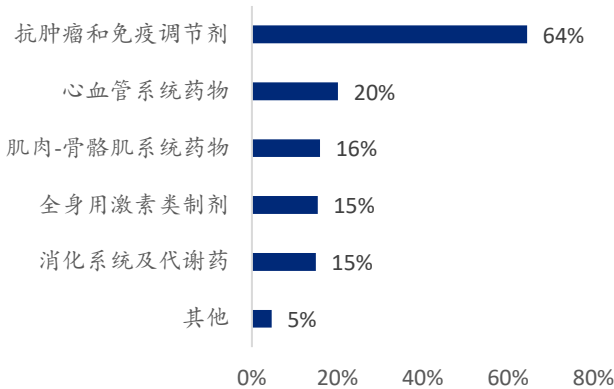
图表 22: 近五年报使用金额、使用频度占比



资料来源: 中国药学会、浦银国际

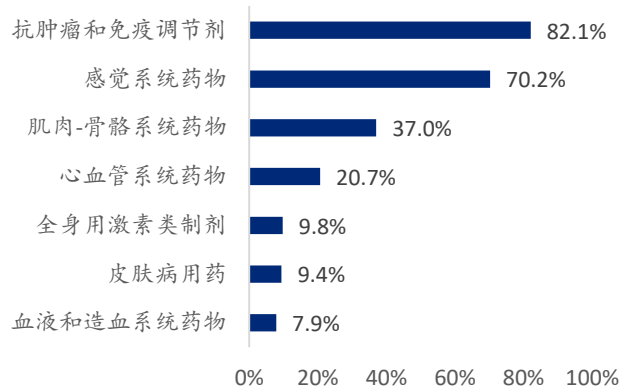
分治疗领域来看, 抗肿瘤药领域仍然是医保调整结构中最获益的。以药学会 2020 年上半年数据为基础, 对比 2017 版与 2019 版医保药品目录, 品种数量增加 12.77%, 其中肿瘤免疫调节药品数量增加了 64.44%。而对比金额的增速, 整体药品和肿瘤免疫调节药品分别增长 20.82%和 82.09%。

图表 23: 2017 与 2019 年版医保药品目录品种变动



资料来源: 中国药学会、浦银国际

图表 24: 2017 和 19 版医保目录药品使用金额占比及绝对值变化情况



资料来源: 中国药学会、浦银国际

医保谈判更多是医保和企业博弈的过程, 但对于企业来说, 品种如果不能进入医保意味着无法放量, 因此医保谈判对销售量有很大帮助。但医保谈判价格降幅如果无法通过量来弥补, 对销售收入就会造成负面影响。但对于竞争格局不佳的药品, 企业也不能承受丢失市场的后果。

目前有些药品竞争格局恶化，热门靶点竞争白热化。例如已上市的 PD-1 单抗已经有 2 家外企和 4 家中国药企，未来还将有 13 家公司的 PD-1 申报上市，目前仍处于临床阶段。信达生物的信迪利单抗以降价 64% 的幅度被纳入 2019 年医保目录，今年即将开展的 2020 年医保谈判目录中已经有更多竞争者加入，包括纳武利尤单抗（BMS）、帕博丽珠单抗（默沙东）、特瑞普利单抗（君实生物）、替雷利珠单抗（百济神州）以及卡瑞利珠单抗（恒瑞）。

图表 25：已上市 PD-1 单抗药物售价

商品名	通用名	公司	售价	PAP 后首年治疗费用（人民币）
欧狄沃	纳武利尤单抗	百时美施贵宝	9,260 元(100mg) 4,591 元(40mg)	22.24 万
可瑞达	帕博丽珠单抗	默沙东	17,918 元(100mg)	32.25 万
拓益	特瑞普利单抗	君实生物	7,200 元(240mg)	10.08 万
达伯舒	信迪利单抗	信达生物	7,838 元(100mg)	医保价格 10.23 万
艾立妥	卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	19,800 元(200mg)	11.88 万
百泽安	替雷利珠单抗	百济神州	10,688 元(100mg)	10.69 万

资料来源：公开资料、浦银国际

除了已经上市的这几家 PD-1 外，还有部分公司的 PD-1/PD-L1 仍在临床阶段，未来竞争将会更加激烈。

图表 26：目前仍处于 NDA 和临床阶段的 PD-1/PD-L1 单抗

公司	药品	靶点	阶段
嘉和生物	杰诺单抗（GB226）	PD-1	NDA
中国生物制药；康方生物	派安普利单抗（AK105）	PD-1	NDA
誉衡药业；药明康德	赛帕利单抗（GLS010）	PD-1	NDA
基石药业	CS1003	PD-1	III 期
复宏汉霖	HLX10	PD-1	III 期
神州细胞	SCT-I10A	PD-1	III 期
康方生物；翰中生物；翰思生物	HX008	PD-1	II 期
百奥泰生物	BAT1306	PD-1	II 期
丽珠单抗	LZM009	PD-1	II 期
新时代药业	F520	PD-1	II 期
齐鲁制药	QL1604	PD-1	II 期
百奥泰生物	BAT1308	PD-1	I 期
三生国健	609A	PD-1	I 期
尚健生物	SG001	PD-1	I 期
思坦维	hAB21	PD-1	I 期
养生堂	rHSV-1-APD1	PD-1	I 期
大有华夏	TY101	PD-1	I 期
安科生物	SSI-361	PD-1	I 期

（接下页...）

公司	药品	靶点	阶段
康宁杰瑞; 思路迪	KN035	PD-L1	NDA
基石药业	CS1001	PD-L1	III 期
恒瑞医药	SHR-1316	PD-L1	III 期
中国生物制药	TQB2450	PD-L1	III 期
兆科肿瘤	ZKAB001	PD-L1	III 期
厚德奥科	LP002	PD-L1	II 期
白帆生物、天演药业、宝船生物、桂林三金	LDP	PD-L1	II 期
科伦药业	KL-A167	PD-L1	II 期
智翔医药	GR1405	PD-L1	II 期
荣昌生物	RC98	PD-L1	I 期
迈博斯	MSB2311	PD-L1	I 期
怀瑜药业	重组全人源抗 PD-L1 单克隆抗体	PD-L1	I 期
海正药业	HS636	PD-L1	I 期
君实生物	JS003	PD-L1	I 期

资料来源: CDE、浦银国际

尽管医保谈判降价明显, 但我们认为对于成熟制药企业的负面影响大幅小于集采, 主要因为品种为创新药, 新进入者抢占市场对于收入和利润都是利好, 且单价显著高于仿制药, 因此留给药企的利润空间仍然可观。

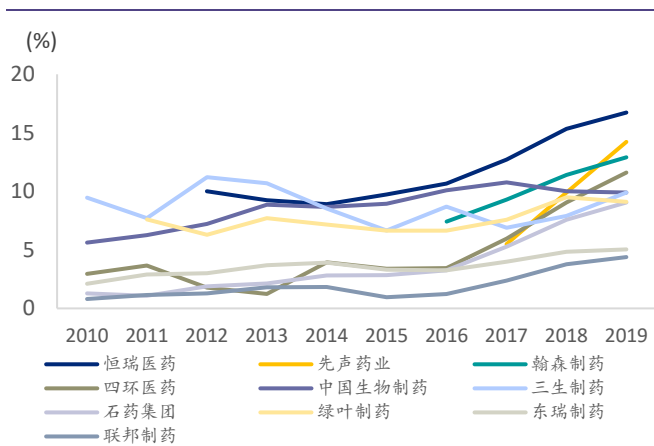
投资方向和趋势

降价压力不会减小，竞争格局恶化是不争的事实。药企也在积极应对，研发立项时也会加入更多市场竞争格局的考量因素。我们基于对医药行业政策和市场的判断，认为明年 2021 年制药子行业的投资逻辑应该遵循以下 5 个方向和趋势：

1. 加大研发投入，转型创新

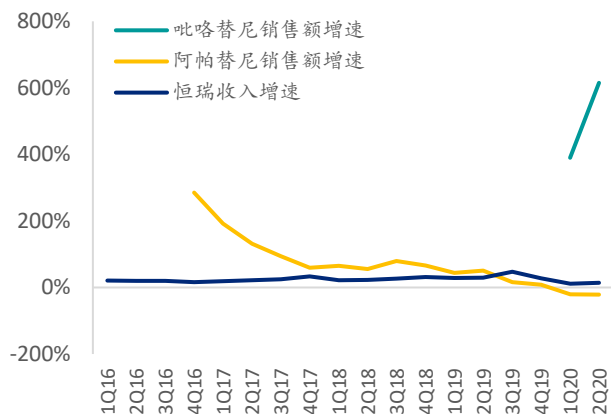
头部公司如恒瑞医药、中国生物制药等较早便开始加大研发投入布局创新药，目前平均研发费用占收入比重达到 10%。随着医改深入，不少处于第二、三梯队的制药企业近几年也开始在积极创新转型应对，在研发上加大投入。

图表 27: 2010-19 年部分药企研发投入/收入占比



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 28: 恒瑞 1 类创新药收入增速 vs. 财报收入增速 (%)



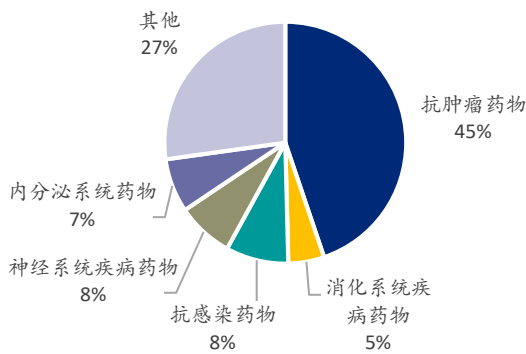
资料来源：Bloomberg、PDB、浦银国际

创新药的收入增速显著高于公司增速，因此拉动公司收入增长，部分弥补仿制药进入集采带来的负面影响。例如，恒瑞的创新药阿帕替尼在 2015 年上市后就保持较高增速，而在 2019 年增速下滑后又有新药吡咯替尼和卡瑞利珠单抗陆续上市接棒，继续拉动公司整体收入增长。

2. 在所有治疗领域中，抗肿瘤治疗领域最值得关注

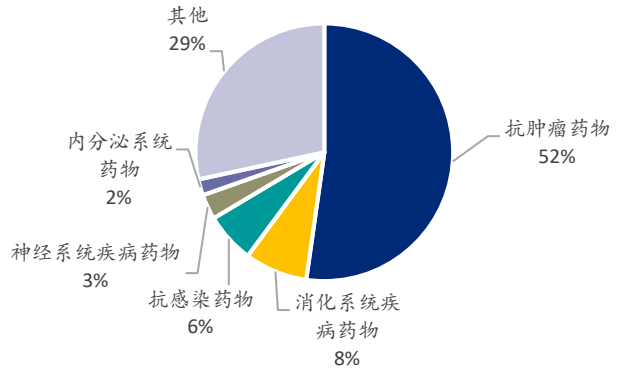
抗肿瘤治疗是目前关注度较高的领域，2019 年 CDE 共受理国产和进口化药 IND 申请 444 件和 250 件，抗肿瘤领域分别占比 52% 和 45%；国产和进口化药 NDA 申请 45 件和 88 件，抗肿瘤领域分别占比 36% 和 32%。

图表 29: 2019 年进口化学药 IND



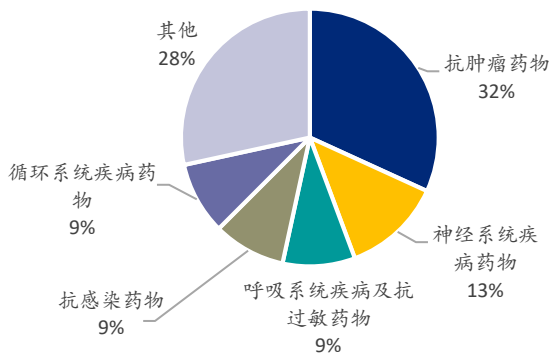
资料来源: CDE、浦银国际

图表 30: 2019 年国产化学药 IND



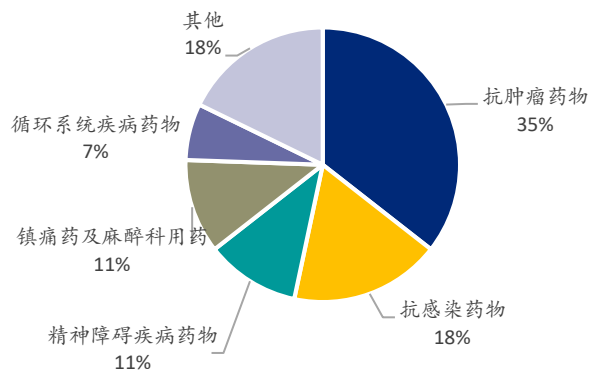
资料来源: CDE、浦银国际

图表 31: 进口化学药 NDA



资料来源: CDE、浦银国际

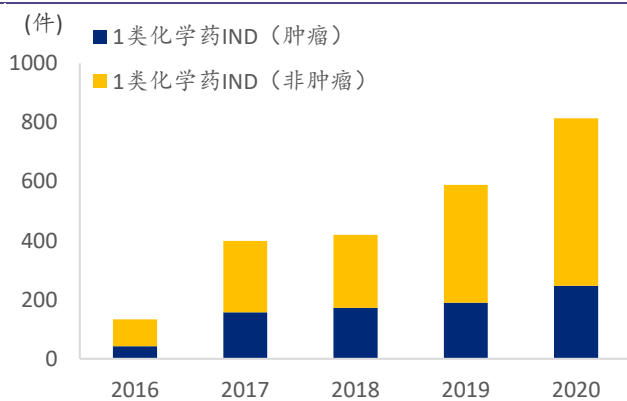
图表 32: 国产化学药 NDA



资料来源: CDE、浦银国际

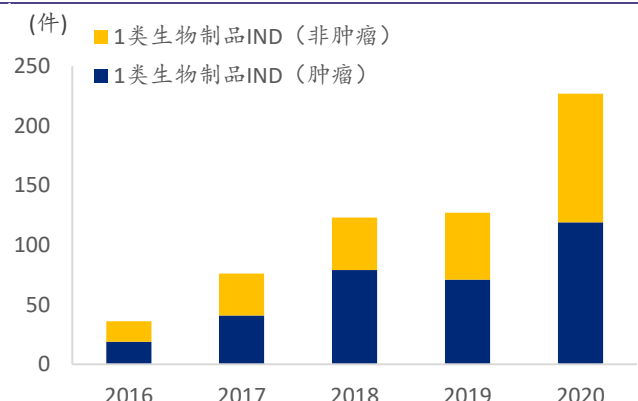
根据药海数据, 2020 年 1-11 月 1 类化学创新药 IND 申请数量为 814 件 (含重复申请), 其中肿瘤药 247 件, 占比 30%。1 类生物制品 IND 申请数量 227 件, 其中肿瘤药 119 件, 占比 52%。

图表 33: 1 类化学创新药 IND 数量



注: 2020 年仅含 1-11 月数据
资料来源: 药海、浦银国际

图表 34: 1 类生物制品 IND 数量

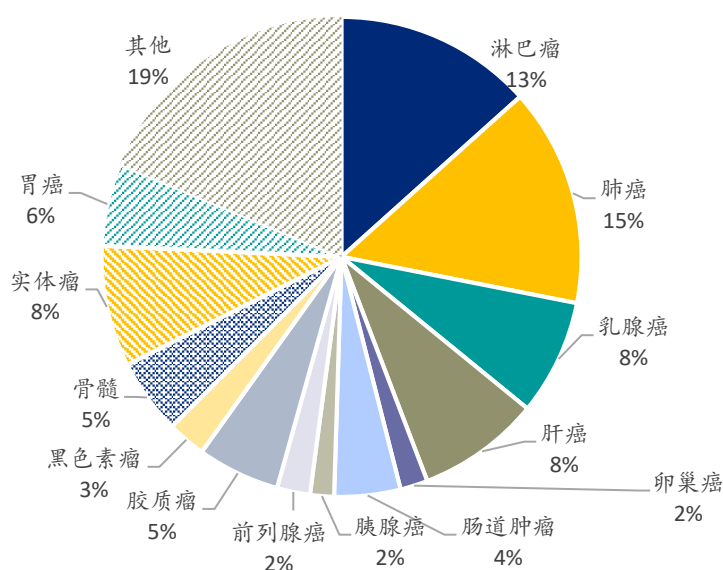


注: 2020 年仅含 1-11 月数据
资料来源: 药海、浦银国际

3. 集采常态化背景下公司需通过丰富产品组合促增长

在集采常态化的趋势下，再难复制单一品种造就一个上市药企的故事，公司需要通过丰富的产品组合来促进销售增长。在 823 项披露的在中国进行的联合抗肿瘤治疗的研究实验中，肺癌、淋巴瘤、肝癌、乳腺癌是前几大适应症。联合治疗不仅在部分抗肿瘤治疗的研究结果中疗效得到证实，也符合药企的销售策略，即负责同一科室的销售团队推出同一治疗领域的产品组合更高效，抢占更多市场份额。因此我们建议关注拥有药品研发管线丰富、药品组合具有协同性的公司。

图表 35: 联合治疗适应症分布



资料来源：CDE、浦银国际

4. 集采利好新获批药品上市厂家快速扩大市场份额

从进入集采的药品销售来看，量并不能完全弥补价的损失，原先市场份额占比大的厂家将会承受业绩压力，但对于新获批药品上市的厂家想要快速扩大市场份额会是利好，因此对于同一事件不同企业的影响分化明显。具体案例分析参见报告[《2H20 医疗行业展望：分化中找长期机会》](#)和[《从 ESMO 看贝伐珠单抗生物类似药的竞争格局》](#)。

图表 36: 制药行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec			52周		市值(百万美元)	自由流通股%	PE			PS		EPS增速			PEG		
		股价(LC)	高	低	2020E	2021E			2022E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
3692 HK Equity	翰森制药	34.7	39.5	22.7	26,498.4	15.3	59.7	45.2	38.1	18.6	14.4	NA	4.2	32.2	18.7	14.2	1.4	2.0	
11777 HK Equity	中国生物制	7.0	10.9	6.5	17,034.0	53.0	38.3	31.1	25.7	4.5	3.7	(70.5)	6.4	23.4	21.1	6.0	1.3	1.2	
2196 HK Equity	复星医药	35.0	40.1	19.5	19,127.1	91.0	22.0	17.7	14.7	3.9	3.3	21.5	3.4	23.8	21.0	6.5	0.7	0.7	
1093 HK Equity	石药集团	7.7	10.8	7.1	11,941.3	70.8	15.9	14.2	12.2	3.0	2.6	20.8	31.4	11.9	16.1	0.5	1.2	0.8	
2096 HK Equity	先声药业	8.2	13.7	7.9	2,759.8	18.6	31.4	14.1	11.3	3.9	2.7	38.7	NA	122.7	24.5	NA	0.1	0.5	
1530 HK Equity	三生制药	7.3	13.9	6.8	2,408.7	41.0	10.9	9.4	8.2	2.7	2.3	(24.0)	48.8	16.2	14.0	0.2	0.6	0.6	
1349 HK Equity	复旦张江	4.4	7.9	3.6	2,468.4	79.2	NA	NA	NA	NA	NA	108.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
2186 HK Equity	绿叶制药	4.7	6.2	3.5	1,953.3	53.3	8.7	7.9	7.1	1.9	1.8	12.9	(2.8)	10.2	11.1	(3.1)	0.8	0.6	
2005 HK Equity	石四药集团	4.8	7.8	4.0	1,881.7	44.2	15.8	11.1	9.0	3.3	2.6	23.4	(10.7)	42.2	23.0	(1.5)	0.3	0.4	
3933 HK Equity	联邦制药	5.7	9.4	4.6	1,360.5	50.3	9.8	8.5	7.6	1.0	0.9	(6.4)	(2.3)	15.4	11.4	(4.3)	0.6	0.7	
1558 HK Equity	东阳光药	9.9	25.4	8.9	1,122.8	55.2	5.5	4.5	8.2	2.1	1.7	104.3	(28.6)	20.7	(44.9)	(0.2)	0.2	(0.2)	
1763 HK Equity	中国同辐	25.7	32.0	16.5	1,058.5	78.1	20.3	16.7	14.1	1.6	1.4	(10.4)	3.4	21.2	18.7	6.0	0.8	0.8	
460 HK Equity	四环医药	0.9	1.1	0.7	1,086.9	36.5	12.3	11.7	8.9	3.3	2.5	NA	233.3	4.9	31.3	0.1	2.4	0.3	
950 HK Equity	李氏大药厂	4.6	6.4	3.4	349.8	59.9	11.6	10.9	9.2	2.2	1.9	(70.0)	87.6	6.3	18.9	0.1	1.7	0.5	
2348 HK Equity	东瑞制药	1.2	1.5	0.9	236.1	41.0	NA	NA	NA	NA	NA	(15.4)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
制药							34.6	26.9	22.6	8.1	6.4	(1.4)	11.7	27.1	18.5	7.0	1.1	1.2	

E=Bloomberg 市场预期。截至 12 月 7 日收盘价。

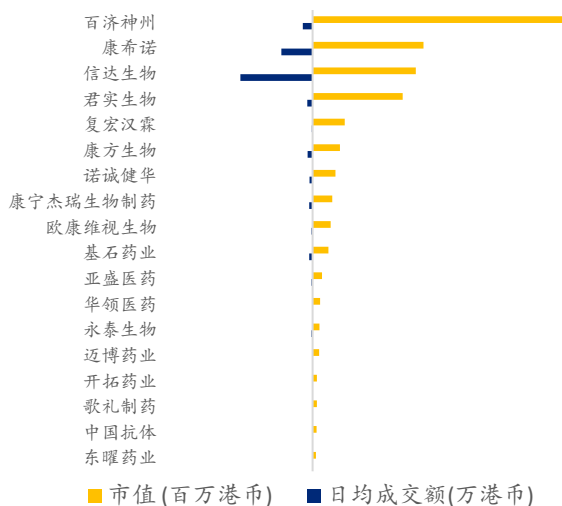
资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 生物科技行业：静待创新之花绽放

不同于海外的生物科技行业，中国生物科技企业由于起步晚，更多采取快速跟随（Fast Follow）的策略，因此虽然大幅降低了临床开发的研发风险，但同时也因为研发追热点、靶点集中、竞争激烈，面临更多市场方面的不确定性，例如**医保谈判可能完全改变药品的竞争格局**。但和制药行业不同的是，生物科技公司没有仿制药集采的包袱，因此拥有爆发式增长的潜力。

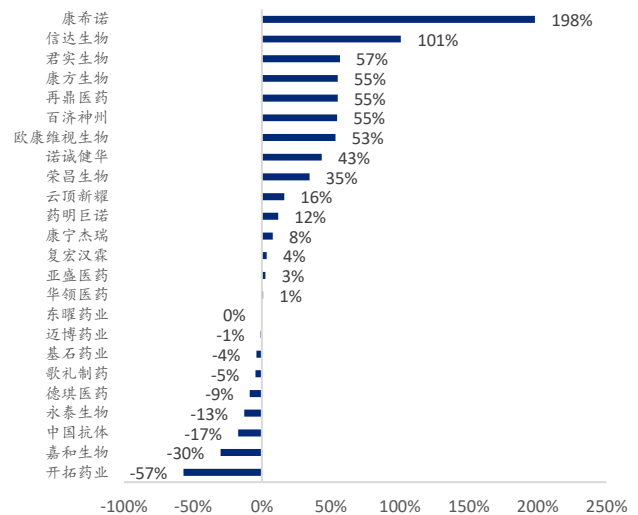
相应地，资本市场对于中国生物科技行业的投资也处于早期阶段，倾向于追捧市值大，或者有热点的公司。例如，康希诺生物的涨幅远超其他个股，因为新冠病毒疫苗的研发受到追捧，2020年以来涨幅达到198%。各公司股价表现仍然呈现分化，市值大的生物科技公司日均交易额较高，股价表现也相应走高，且可能受益于生物科技公司纳入互联互通范围。

图表 37: 生物科技公司市值与日均成交额



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 38: 生物科技公司股价年初至今表现

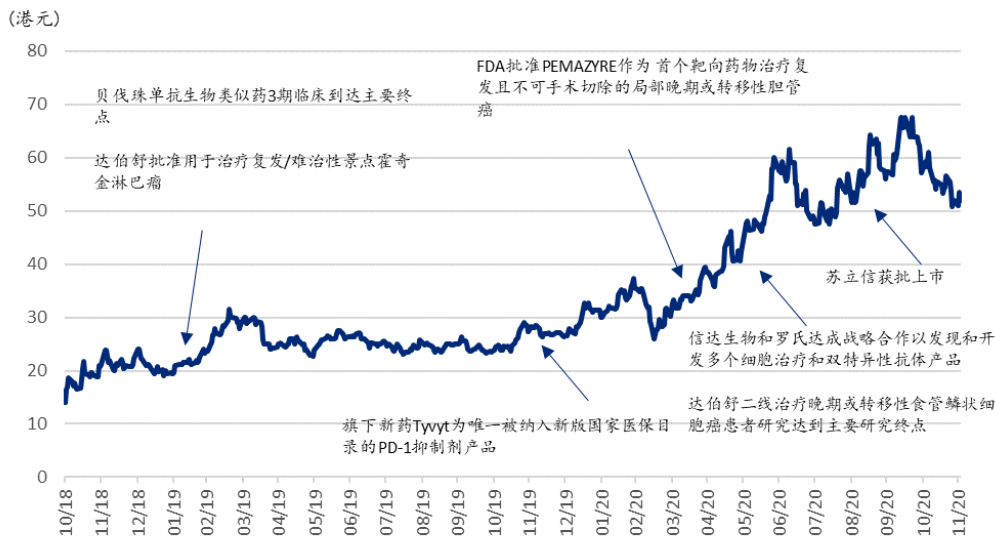


资料来源: Bloomberg、浦银国际

热门靶点竞争白热化，例如 PD-1 单抗的竞争格局如前文所述。在医保和集采的双重压力下，我们建议投资者可挖掘技术平台独特有优势、小而美的生物医药公司，或专注某个治疗领域的生物科技公司。应尽量避免投资研发管线单一、竞争格局不佳的生物科技公司。

生物科技公司的股价表现受每个公司管线内在研药品临床进展的催化剂驱动，因此子行业内公司相关性低。推荐关注管线丰富的生物科技公司，因为管线丰富可不断带来临床进展，催化股价上涨，更加有助于融资投入自主研发或者引进（License-in）新的在研药品，从而进一步推动股价，形成良性循环。有药品在研发晚期、临近上市的公司也是安全的选择，这意味着不仅临床进展在资本市场获得认可有助于融资，在产品销售上也能够有现金流，临床开发和销售的过往记录会给投资者带来信心，从而也会推动股价上涨。

图表 39: 信达生物股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 40: 生物科技行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec			52周			市值 (百万美元)	自由流通股 %	PE			PS		EPS增速			PEG		
		股价(LC)	高	低	2020E	2021E	2022E			2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
6185 HK Equity	康希诺	180.2	271.4	47.7	10,747.2	49.2	NA	48.9	18.0	215.5	59.1	12.6	(69.0)	359.2	171.7	NA	0.1	0.1		
9688 HK Equity	再鼎医药	827.0	860.0	562.0	9,391.8	86.3	NA	NA	NA	214.7	82.4	(14.8)	NA	(4.7)	58.0	NA	NA	NA		
1801 HK Equity	信达生物	57.6	67.6	26.0	10,409.7	52.8	NA	NA	NA	22.6	15.3	91.5	62.2	(22.6)	86.4	NA	NA	NA		
1877 HK Equity	君实生物	43.7	62.9	22.9	8,515.2	37.6	NA	230.4	NA	39.1	16.8	19.3	2.3	117.2	(118.1)	NA	2.0	NA		
9995 HK Equity	荣昌生物	69.4	79.6	52.1	4,385.8	100.0	NA	NA	NA	14,336.7	169.7	NA	NA	12.5	57.1	NA	NA	NA		
2696 HK Equity	复宏汉霖	40.8	64.8	30.3	2,860.9	46.9	NA	NA	52.4	28.4	11.3	NA	27.7	57.3	222.8	NA	NA	0.2		
9926 HK Equity	康方生物	30.2	37.7	16.2	3,061.5	29.7	NA	NA	NA	609.9	42.9	NA	NA	43.0	24.1	NA	NA	NA		
1952 HK Equity	云顶新耀	66.0	77.2	55.0	2,494.9	40.0	NA	NA	NA	60,431.3	NA	NA	56.2	(2.1)	NA	NA	NA	NA		
9969 HK Equity	诺诚健华	13.4	16.3	9.0	2,225.4	29.1	NA	NA	NA	1,152.9	85.7	NA	NA	26.4	35.9	NA	NA	NA		
9966 HK Equity	康宁杰瑞生	16.1	23.1	10.2	1,937.2	26.0	NA	NA	NA	5,822.9	3,062.8	(269.0)	65.4	(51.4)	(12.8)	NA	NA	NA		
1477 HK Equity	欧康维视生	22.0	37.0	14.7	1,677.9	22.6	NA	NA	NA	469.8	174.8	NA	NA	69.7	(4.1)	NA	NA	NA		
2616 HK Equity	基石药业	9.8	12.5	6.9	1,486.3	23.6	NA	NA	NA	274.4	43.8	74.3	NA	(10.6)	39.5	NA	NA	NA		
6996 HK Equity	德琪医药	17.5	18.3	15.8	1,508.6	23.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
2126 HK Equity	药明巨诺	26.7	30.6	21.0	1,333.7	44.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
6998 HK Equity	嘉和生物	17.2	29.1	16.0	1,088.4	24.4	NA	NA	NA	524.0	119.5	(68.8)	NA	12.1	5.4	NA	NA	NA		
6855 HK Equity	亚盛医药	30.3	50.3	20.0	877.2	24.5	NA	NA	NA	494.4	55.7	NA	73.0	31.0	41.0	NA	NA	NA		
6978 HK Equity	永泰生物	9.7	15.5	6.6	642.6	16.8	NA	NA	3.7	NA	NA	(163.6)	NA	37.8	878.6	NA	NA	0.0		
2552 HK Equity	华领医药	4.8	8.1	2.9	650.5	30.9	NA	NA	NA	135.9	95.5	(50.8)	16.1	63.8	NA	NA	NA	NA		
2181 HK Equity	迈博药业	1.2	1.5	0.9	627.8	15.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
1672 HK Equity	歌礼制药	2.9	5.0	2.7	406.1	38.8	120.6	96.5	96.5	13.4	10.6	(983.3)	122.0	25.0	-	1.0	3.9	NA		
9939 HK Equity	开拓药业	7.8	21.5	7.2	373.6	24.4	NA	NA	2.4	2,442.7	22.3	NA	NA	(31.9)	118.2	NA	NA	0.0		
3681 HK Equity	中国抗体	3.1	4.5	2.6	398.5	24.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
1875 HK Equity	东曜药业	4.3	5.2	3.1	312.5	36.0	NA	NA	NA	28.3	6.7	NA	33.7	23.7	78.4	NA	NA	NA		
生物科技								NA	128.4	25.7	1,450.9	2,546.1	4.1	6.1	82.0	63.9	1.0	1.0	0.1	

E=Bloomberg 市场预期。截至 12 月 7 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● CRO/CDMO 行业：高增长高确定性

CRO 行业最快从疫情中恢复，是唯一在上半年利润增长为正的子行业，显示出风险较小、增长确定性较高的特征，因此在上半年和下半年股价都超出其他子行业的表现。

明年增长确定性更高，部分公司例如药明生物（2269.HK）还受益于新冠疫苗和中和抗体项目带来的收入和利润贡献，整个行业增长确定性较高，市场预期明年的收入和利润增长分别为 39.1%和 27.4%。

图表 41：CRO/CDMO 行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec		52周		市值(百万美元)	自由流通股%	PE			PS		EPS增速			PEG			
		股价(LC)	高	低	2020E			2021E	2022E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
2269 HK Equity	药明生物	81.0	84.0	30.4	42,633.5	76.3	172.4	124.1	87.3	52.0	35.6	57.7	21.2	38.9	42.2	8.1	3.2	2.1	
2359 hk Equity	药明康德	126.0	137.2	62.9	41,250.1	87.4	83.1	66.3	51.0	16.4	12.6	(28.4)	57.1	25.4	29.8	1.5	2.6	1.7	
3347 HK Equity	泰格医药	155.4	155.4	100.0	17,715.2	100.0	68.9	85.1	80.7	36.0	27.0	46.8	NA	(19.1)	5.5	NA	(4.5)	14.6	
3759 hk Equity	康龙化成	107.8	122.6	40.7	12,309.4	91.9	71.7	54.7	40.7	15.9	11.9	46.9	53.1	31.1	34.4	1.3	1.8	1.2	
1548 HK Equity	金斯瑞生物	13.1	19.6	10.4	3,262.5	45.8	NA	NA	1,692.7	9.7	7.1	NA	(66.5)	52.9	102.4	NA	NA	16.5	
1873 HK Equity	维亚生物	7.3	10.5	3.7	1,806.1	29.8	54.6	22.5	15.3	22.0	8.1	NA	(52.9)	143.4	46.9	(1.0)	0.2	0.3	
1521 HK Equity	方达控股	3.8	5.3	3.1	1,002.2	23.6	49.3	35.2	27.4	8.6	6.6	36.0	(13.0)	40.0	28.6	(3.8)	0.9	1.0	
CRO/CDMO								76.7	67.4	124.3	20.5	15.4	3.7	45.0	20.2	28.4	1.3	0.7	5.2

E=Bloomberg 市场预期。截至 12 月 7 日收盘价。

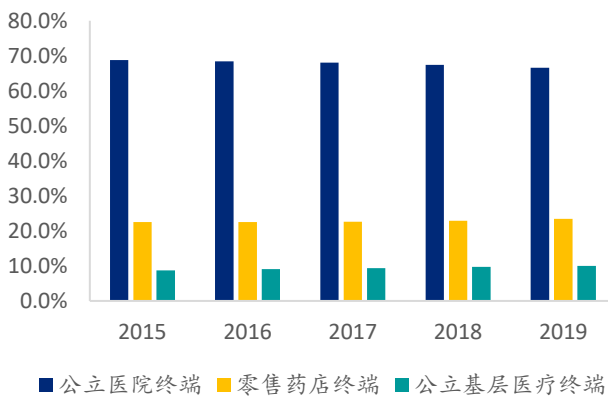
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 互联网医疗行业：顺应时代发展

此次疫情中，互联网医疗行业在用户获取和政策推动上都有了长足进展。细分业态中，医药电商虽属于成熟的商业模式，去年年底《新药品管理法》出台将处方药放开是一大利好，但医保瓶颈仍待突破。网上问诊目前还处于发展初期，除了平安好医生的母公司导流模式，中期发展一定程度依靠线下医疗资源的拓展，长期发展视乎消费升级能否捕获更多高端付费用户。此外，京东健康也将于近期上市，将为行业带来更多关注度。

医药行业因为集采和医保销售终端发生变化后，医院销售终端占比呈逐渐下降的趋势，院外销售包括零售和线上渠道逐渐受到重视，我们认为这将有利于互联网医疗行业。根据米内网数据，通过公立医院销售的药品金额从2015年的68.8%降低至2019年的66.6%，零售渠道（含实体药店和网上药店）销售额占比从2015年的22.5%上升至23.4%。同时，网上药店销售额2019年达138亿人民币，药品销售总额比例仅为0.8%，但同比增速达40%，远高于其他渠道销售额增长。

图表 42: 药品销售三大终端销售额占比



资料来源：米内网、浦银国际

图表 43: 网上药店市场药品销售额



资料来源：米内网、浦银国际

图表 44: 互联网医疗行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec		52周		市值 (百万美元)	自由流通股 %	PE			PS		EPS增速			PEG			
		股价(LC)	高	低	2020E			2021E	2022E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
241 HK Equity	阿里健康	23.0	23.7	8.6	39,923.1	28.7	554.3	303.1	303.1	28.8	15.4	36.2	114.5	3,158.8	82.9	4.8	0.1	3.7	
1833 HK Equity	平安好医生	92.8	133.0	53.3	13,728.7	41.0	NA	NA	395.1	13.6	9.9	24.7	18.9	58.6	185.3	NA	NA	2.1	
互联网医疗								554.3	303.1	326.7	24.9	14.0	33.3	90.0	2,365.5	109.1	NA	NA	NA

E=Bloomberg 市场预期。截至12月7日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 医疗服务行业：价值回归

医疗服务行业在上半年因为疫情收入和盈利均受到严重影响，股价下跌4%。下半年逐渐恢复，基本面良好的公司例如华润医疗在下半年股价慢慢恢复。今年低基数将会推高2021年的收入和利润增速。综合医院处于医保控费的主旋律下，高增长很难达到，孵化特色专科可能是未来提升估值的一种路径。专科医院因为消费升级和并购扩张，将会达到更高的增速。

图表 45：医疗服务行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec			52周		市值(百万美元)	自由流通股%	PE			PS		EPS增速			PEG		
		股价(LC)	高	低	高	低			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E
1951 HK Equity	锦欣生殖	14.1	14.3	7.4	4,419.6	43.3	68.0	48.5	38.9	18.4	14.3	26.7	(18.5)	40.0	24.9	(3.7)	1.2	1.6	
6078 HK Equity	海吉亚医疗	54.2	57.5	18.5	4,321.5	21.0	97.3	69.8	49.2	19.5	14.7	NA	NA	39.4	42.0	NA	1.8	1.2	
9997 HK Equity	康基医疗	14.5	34.5	13.9	2,342.5	31.8	50.3	29.1	20.0	25.8	17.4	NA	NA	72.8	45.2	NA	0.4	0.4	
2666 HK Equity	环球医疗	5.9	6.0	4.3	1,306.4	59.9	4.9	4.1	3.7	1.0	0.8	17.1	17.2	18.6	12.0	0.3	0.2	0.3	
1515 HK Equity	华润医疗	5.7	6.2	3.1	956.9	63.3	17.7	13.9	12.5	2.9	2.4	(8.8)	(14.3)	27.1	11.5	(1.2)	0.5	1.1	
3886 HK Equity	康健国际医	0.7	0.7	0.7	668.0	48.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1931 HK Equity	华佗医疗	2.3	4.0	2.0	390.9	31.3	NA	NA	NA	NA	NA	(87.8)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
2393 HK Equity	巨星医疗控	1.3	1.6	1.1	380.0	24.0	14.1	8.1	7.0	0.5	0.4	(26.1)	(11.5)	73.3	15.4	(1.2)	0.1	0.5	
2120 HK Equity	康宁医院	26.5	27.1	13.2	246.2	79.8	10.6	NA	NA	1.2	NA	(29.1)	281.7	NA	NA	0.0	NA	NA	
1509 HK Equity	和美医疗	2.0	2.0	2.0	199.6	29.5	NA	NA	NA	1.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
3869 HK Equity	弘和仁爱医	11.0	12.0	10.0	196.5	26.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1526 HK Equity	瑞慈医疗	0.7	1.1	0.7	151.8	27.3	NA	NA	NA	NA	NA	(33.3)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
3689 HK Equity	康华医疗	3.1	5.0	2.5	133.7	68.5	NA	NA	NA	NA	NA	(55.8)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
722 HK Equity	联合医务	1.2	1.9	1.1	122.5	43.0	NA	NA	NA	NA	NA	(66.1)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1518 HK Equity	新世纪医疗	1.7	2.8	0.9	104.9	55.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1419 HK Equity	盈健医疗	0.6	1.5	0.5	29.9	31.6	NA	NA	NA	NA	NA	7.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
医疗服务								62.3	44.2	32.8	16.3	12.5	7.4	(1.1)	43.4	31.3	(2.4)	1.1	1.1

E=Bloomberg 市场预期。截至12月7日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 医疗器械行业：关注技术门槛高的产品

医疗器械领域在下半年的价格下跌更多来自于对国家医疗器械集采的恐慌。医疗器械领域的集采逻辑与药品类似，在产品成熟、市场竞争格局不佳、国产替代程度高的领域，例如第一轮集采针对的心血管冠脉支架产品，集采的概率大幅上升。不久前，国家医保局发布了《关于开展高值医用耗材第二批集中采购数据快速采集与价格监测的通知》，第二批国采医用耗材数据调研的产品针对的是骨科产品，包括人工髋关节、人工膝关节、除颤器、封堵器、骨科材料、吻合器六种高值耗材。

我们建议投资者关注国产医疗器械占比低的赛道，如血管内介入产品中的心脏起搏器、颅内血管支架等技术门槛仍然较高的产品，骨科耗材中的关节和脊柱类国产化占比相较创伤类仍然较小（见下表）。

图表 46：国内血管内介入产品和材料的进口占比%和价格

介入产品及材料	进口比例 (%)	价格 (元/个)
冠状药物支架	25	16,000-21,000
PTCA 球囊导管	60	3,000-6,000
颈动脉支架	80	21,000-24,000
远端保护器	80	23,000-28,000
人工心脏瓣膜	80	30,000-80,000
心脏起搏器	90	20,000-500,000
外周血管支架	80	18,000-22,000
PEA 导管	60	3,000-6,000
主动脉瘤覆膜支架	60	60,000-120,000
颅内血管支架	80	18,000-28,000
支架材料	100	100-200 元/克

资料来源：《中国医疗器械信息》、浦银国际

图表 47：创伤、关节及脊柱类植入器械渗透率、国产化率及主要生产企业

类型	渗透率 (%)		国产化占比 (%)		外资企业	本土企业
	中国	美国	2009 年	2012 年		
创伤类	4.9	66.0	50.5	60.2	强生、史赛克、施乐辉	威高、普华和顺、苏州欣荣博尔特
关节类	0.6	43.0	25.4	29.7	捷迈、强生、史赛克、林克骨科、施乐辉	微创、威高、普华和顺
脊柱类	1.5	48.0	26.4	33.4	美敦力、强生、史赛克、LDR Holding	威高、微创、普华和顺、苏州欣荣博尔特、凯利泰

资料来源：《中国医疗器械信息》、浦银国际

此外，疫情带来检验检测的需求增长，也促进第三方独立检验检测行业的发展，基层医疗设备升级也带来的部分医疗设备的销售增长。

图表 48：医疗器械行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec			52周			市值(百万美元)	自由流通股%	PE			PS		EPS增速			PEG		
		股价(LC)	高	低	2020E	2021E	2022E			2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
		1066 HK Equity	威高股份	14.6	21.9	8.8	8,541.7			52.1	26.8	21.5	18.3	5.0	4.2	24.2	13.5	24.5	17.4	2.0
853 HK Equity	微创医疗	36.1	43.3	7.5	8,420.3	45.5	NA	423.4	172.5	10.6	9.2	79.1	65.8	650.0	145.5	NA	0.7	1.2		
2500 HK Equity	启明医疗	77.4	94.5	33.0	4,223.7	97.1	NA	151.5	53.0	75.7	30.9	(18.4)	86.6	378.1	185.8	NA	0.4	0.3		
1302 HK Equity	先健科技	4.2	4.2	1.3	2,361.7	74.9	79.1	65.9	50.8	20.8	16.7	10.7	45.1	20.0	29.6	1.8	3.3	1.7		
1789 HK Equity	爱康医疗	12.9	27.2	8.6	1,850.8	30.0	34.1	25.6	19.4	10.7	7.8	85.7	22.3	33.0	32.4	1.5	0.8	0.6		
9996 HK Equity	沛嘉医疗	24.2	35.8	15.4	1,976.1	35.0	NA	NA	4,082.4	380.0	88.1	NA	NA	35.5	102.5	NA	NA	39.8		
1858 HK Equity	北京市春立	20.9	63.0	17.6	932.6	81.0	17.6	13.1	9.7	5.5	4.1	123.5	46.2	35.0	34.8	0.4	0.4	0.3		
3309 HK Equity	希玛眼科	6.1	8.2	3.6	898.4	34.8	NA	NA	NA	NA	NA	(4.8)	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
1358 HK Equity	普华和顺	2.3	2.3	0.9	455.5	37.0	NA	NA	NA	NA	NA	(28.7)	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
3600 HK Equity	现代牙科	1.4	1.6	1.1	175.1	34.0	NA	NA	NA	NA	NA	91.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
1696 HK Equity	复锐医疗科	2.5	4.3	2.2	144.3	25.2	NA	NA	NA	NA	NA	(4.9)	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
医疗器械									36.2	174.9	355.6	45.1	16.8	39.0	46.5	264.6	89.1	1.8	0.9	3.7

E=Bloomberg 市场预期。截至 12 月 7 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 医药流通行业：稳定增长

医药流通行业整体增速趋于稳定，销售终端从原先的约 70%占比的医院转向院外销售，行业龙头也已开始布局如 DTP 药房等院外销售渠道。由于本身体量太大增长不明显，估值提升困难。集采属性偏中性，降价压力和资金周转两相抵消，且目前体量仍然很小。

图表 49：医药流通行业估值

股份代号	公司名称	7-Dec			52周			市值(百万美元)	自由流通股%	PE			PS		EPS增速			PEG		
		股价(LC)	高	低	2020E	2021E	2022E			2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
		1099 HK Equity	国药控股	19.1	29.5	14.9	7,673.8			100.0	7.2	6.6	5.9	0.1	0.1	7.1	5.2	9.9	12.5	1.4
2607 HK Equity	上海医药	12.6	16.3	11.5	7,342.8	93.2	6.9	6.1	5.5	0.2	0.2	5.1	6.2	13.9	11.5	1.1	0.4	0.5		
874 HK Equity	白云山	19.5	28.8	17.9	7,195.0	100.0	9.2	7.9	7.5	0.7	0.7	(7.3)	NA	16.3	5.5	NA	0.5	1.4		
3320 HK Equity	华润医药	4.2	7.8	3.7	3,363.7	24.9	7.4	6.7	6.2	0.1	0.1	(17.5)	(26.5)	10.0	8.9	(0.3)	0.7	0.7		
867 HK Equity	康哲药业	7.6	12.0	7.4	2,419.4	51.7	6.5	6.1	5.8	2.4	2.2	6.2	23.3	7.5	5.4	0.3	0.8	1.1		
1345 HK Equity	中国先锋医	1.0	1.9	0.6	161.0	29.0	NA	NA	NA	NA	NA	28.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
1011 HK Equity	泰凌医药	0.1	0.3	0.1	26.8	44.9	NA	NA	NA	NA	NA	12.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
医药流通									7.6	6.8	6.2	0.5	0.5	0.0	2.5	12.4	9.4	0.9	0.6	0.8

E=Bloomberg 市场预期。截至 12 月 7 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

覆盖公司

从行业角度，我们更看好互联网医疗行业，2020年下半年的回调给股价进一步攀升留了空间。从公司角度，我们的首选标的为康龙化成，因为就所在的CRO/CDMO细分行业来说，估值提升尚有空间，且仍处于高成长期。

康龙化成 (3759.HK): 维持买入评级，目标价 135.0 港元。公司处于高速发展期，利润率持续上升，内生与外延并举。目标价对应2021年的67.5倍的PE，略低于中国CRO公司行业平均水平。

药明生物 (2269.HK): 维持买入评级，提升目标价至 97.0 港元。受益新冠研发项目，管理层上调2020和2021年指引，预期收入和利润增长均高于50%。我们提升2021年收入和净利润增长至64%和56%。目标价对应2021年148倍的市盈率和2.6倍的PEG。作为生物药CDMO龙头，相比港股CRO公司平均估值享有一定溢价。

药明康德 (2359.HK): 维持买入评级，目标价至 151.0 港元。管理层上调2020和2021年指引，预期营收分别增长28%和30%以上，在手订单丰富，增长预见性高。目标价对应91.7倍2021年归母净利润PE估值，对应70.9倍2021年经调整后Non-IFRS净利润PE估值，处于行业平均水平。

阿里健康 (241.HK): 维持买入评级，目标价 28.0 港元。医药电商平台流量优势明显，且近期1HFY21业绩首次扭亏为盈；与支付宝合作共同开拓线下医疗资源和借助APP医鹿发展线上问诊，未来还将保持高增速。目标价对应2021年（2022财年）12.2倍的市销率，对比互联网医疗可比公司14倍2021年市销率属于合理水平。

平安好医生 (1833.HK): 维持买入评级，目标价 122.4 港元。借助平安集团的客户导流，线上问诊流量远超同业，战略升级后有望为高端付费客户和线下医疗带来更多资源。目标价12.9倍2021年市销率，略高于可比互联网医疗公司平均水平，因为线上问诊业务在市场上具有稀缺性。

图表 50: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	潜在升幅	行业
241 HK Equity	阿里健康	23.00	买入	28.0	22%	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	92.75	买入	122.4	32%	互联网医疗
2359 HK Equity	药明康德	126.00	买入	151.0	20%	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	107.80	买入	135.0	25%	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	80.95	买入	97.0	20%	CRO/CDMO

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至12月7日收盘价

● 康龙化成

财务报表分析与预测 - 康龙化成

利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,908	3,757	5,182	7,048	9,447
营业成本	-1,960	-2,425	-3,208	-4,280	-5,664
毛利率%	33%	35%	38%	39%	40%
销售费用	-55	-73	-101	-137	-184
销售费用率%	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-420	-526	-726	-987	-1,324
管理费用率%	14%	14%	14%	14%	14%
营业利润	407	633	1,249	1,653	2,292
摊销	316	375	120	166	226
EBITDA	757	1,044	1,160	1,663	2,305
财务费用	-71	-82	88	-9	-9
财务费用率%	-6%	-7%	-6%	-6%	-6%
其他收入和收益	54	70	155	211	283
其他费用	-7	-12	-16	-22	-30
资产减值损失	-9	-5	-8	-10	-14
税前净利润	407	633	1,249	1,653	2,292
所得税	-60	-102	-201	-266	-369
有效所得税率%	15%	16%	16%	16%	16%
净利润	347	531	1,048	1,387	1,922
少数股东损益	0	-17	-33	-29	-21
归母净利润	347	547	1,080	1,416	1,944

资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	307	4,442	4,063	4,586	5,293
应收款项	604	857	1,243	1,690	2,501
存货	70	97	177	259	380
其它流动资产	295	548	623	721	847
流动资产合计	1,276	5,944	6,106	7,256	9,022
固定资产	2,677	2,973	3,136	3,355	3,645
使用权资产	13	18	18	18	18
商誉	140	203	203	203	203
其他非流动资产	695	796	1,096	1,396	1,696
非流动资产合计	3,526	3,991	4,453	4,972	5,563
资产总计	4,802	9,935	10,560	12,228	14,584
短期借款	535	301	101	101	101
应付账款	108	118	199	247	374
其他应付账款	404	487	644	859	1,137
其它流动负债	261	364	392	411	439
流动负债合计	1,308	1,270	1,335	1,617	2,051
长期借款	899	544	44	44	44
其它长期负债	268	284	284	284	284
非流动负债合计	1,167	827	327	327	327
负债总计	2,475	2,097	1,663	1,945	2,378
股本	591	722	722	722	722
储备	1,723	7,045	8,126	9,542	11,486
母公司拥有者应佔權益	2,314	7,767	8,847	10,263	12,207
少数股东权益	13	71	38	9	-12
负债和所有者权益合计	4,802	9,935	10,549	12,217	14,573

现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	38	-572	-275	-345	-624
经营现金流	802	939	893	1,208	1,524
购买物业、厂房及设备	-524	-205	-283	-385	-516
收购	-74	-694	-300	-300	-300
投资现金流	-715	-1,045	-583	-685	-816
债权募资	541	727	100	100	100
股权募资	0	5,093	0	0	0
银行和其他借款还款	-480	-1,289	-800	-100	-100
融资现金流	-69	4,246	-700	0	0
现金净流量	18	4,139	-390	523	708

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	0.6	0.8	1.4	1.8	2.4
每股净资产	3.9	11.8	11.1	12.9	15.4
每股经营现金流	1.4	1.4	1.1	1.5	1.9
每股股利	0.0	0.1	0.1	0.3	0.4
估值 (倍)					
P/E	163.4	116.0	70.6	53.9	39.3
P/B	24.5	8.2	8.6	7.4	6.3
P/S	19.5	16.9	14.7	10.8	8.1
EV/EBITDA	74.9	60.8	65.8	45.9	33.1
股息率 (%)	0%	21%	22%	22%	22%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	33%	35%	38%	39%	40%
净利润率	12%	15%	21%	20%	21%
净资产收益率	16%	11%	13%	15%	17%
资产回报率	8%	7%	11%	12%	14%
投资资本回报率	13%	10%	10%	13%	15%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	27%	29%	38%	36%	34%
EBIT增长率	23%	52%	55%	44%	39%
净利润增长率	56%	58%	97%	31%	37%
偿债能力指标					
资产负债率	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
流动比率	1.0	4.7	4.6	4.5	4.4
速动比率	0.9	4.6	4.4	4.3	4.2
现金比率	0.2	3.5	3.0	2.8	2.6
经营效率指标					
应收帐款周转天数	69.0	71.0	74.0	76.0	81.0
应付帐款周转天数	18.6	17.0	18.0	19.0	20.0
存货周转天数	12.0	12.6	15.6	18.6	20.6
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
固定资产周转率	1.2	1.3	1.7	2.2	2.7

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 药明生物

财务报表分析与预测 - 药明生物

利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,534	3,984	5,353	8,789	12,726
营业成本	-1,517	-2,325	-3,168	-5,026	-7,278
毛利率	40%	42%	41%	43%	43%
销售费用	-42	-77	-117	-174	-252
销售费用率	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-228	-367	-560	-858	-1,242
管理费用率	9%	9%	10%	10%	10%
营业利润	578	955	1,166	2,178	3,153
摊销	132	173	540	759	672
EBITDA	710	1,127	1,706	2,937	3,825
财务费用	0	-20	-39	-39	-39
财务费用率	NA	2%	4%	4%	4%
其他收入	194	180	302	496	719
其他收益/损失	21	22	244	176	255
其他费用	-56	-10	-66	-22	-32
税前净利润	738	1,127	1,607	2,789	4,055
所得税	-107	-116	-85	-418	-608
有效所得税率%	15%	10%	5%	15%	15%
净利润	630	1,010	1,521	2,370	3,447
少数股东损益	0	3	11	18	26
归母净利润	631	1,014	1,533	2,388	3,473

资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,084	6,205	3,183	3,918	4,940
应收款项	1,067	1,737	2,060	4,174	4,992
存货	227	399	472	910	1,171
其它流动资产	366	1,330	1,330	1,330	1,330
流动资产合计	5,745	9,672	7,046	10,333	12,434
固定资产	2,904	6,338	10,299	11,649	13,267
无形资产	332	416	416	416	416
其他非流动资产	412	1,176	1,176	1,176	1,176
非流动资产合计	3,648	7,930	11,891	13,241	14,859
资产总计	9,393	17,602	18,936	23,574	27,293
短期借款	0	506	506	506	506
应付账款	712	1,844	1,656	3,924	4,195
关联方借款	500	336	336	336	336
其它流动负债	107	185	185	185	185
流动负债合计	1,319	2,871	2,684	4,951	5,223
长期借款	0	1,395	1,395	1,395	1,395
其它长期负债	80	440	440	440	440
非流动负债合计	80	1,835	1,835	1,835	1,835
负债总计	1,399	4,706	4,519	6,786	7,058
股本	0	0	0	0	0
储备	7,994	12,784	14,317	16,705	20,177
母公司拥有人应占权益	7,994	12,784	14,317	16,705	20,178
少数股东权益	0	112	100	83	57
负债和所有者权益合计	9,393	17,602	18,936	23,574	27,293

现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	-246	-596	-584	-285	-807
经营现金流	762	587	1,478	2,845	3,312
购买物业、厂房及设备	-1,341	-3,200	-4,500	-2,109	-2,291
投资现金流	-416	-3,200	-4,500	-2,109	-2,291
银行借款还款	0	0	0	0	0
股权募资	3,206	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
融资金流	3,207	0	0	0	0
现金净流量	3,552	-2,613	-3,022	735	1,022

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	0.5	0.8	1.2	0.6	0.9
每股净资产	6.6	10.3	11.1	4.1	4.9
每股经营现金流	0.6	0.5	1.1	0.7	0.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (倍)					
P/E	138.5	88.2	60.8	123.3	84.8
P/B	10.9	7.0	6.5	17.6	14.6
P/S	34.5	22.4	17.4	33.5	23.1
EV/EBITDA	123.0	79.3	54.6	100.3	77.0
股息率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	40%	42%	41%	43%	43%
净利润率	25%	25%	29%	27%	27%
净资产收益率	10%	10%	11%	15%	19%
资产回报率	9%	8%	8%	11%	14%
投资资本回报率	8%	8%	7%	10%	13%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	57%	57%	34%	64%	45%
EBIT增长率	36%	65%	22%	87%	45%
净利润增长率	150%	60%	51%	56%	45%
偿债能力指标					
资产负债率	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3
流动比率	4.4	3.4	2.6	2.1	2.4
速动比率	4.2	3.2	2.4	1.9	2.2
现金比率	3.1	2.2	1.2	0.8	0.9
经营效率指标					
应收帐款周转天数	121.1	128.5	129.5	129.5	131.5
应付帐款周转天数	180.1	200.6	201.6	202.6	203.6
存货周转天数	43.6	49.2	50.2	50.2	52.2
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
固定资产周转率	1.1	0.9	0.6	0.8	1.0

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 药明康德

财务报表分析与预测 - 药明康德

利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,614	12,872	16,529	21,488	27,545
营业成本	-5,837	-7,866	-10,377	-13,424	-17,097
毛利率	39%	39%	37%	38%	38%
销售费用	-338	-439	-618	-782	-975
销售费用率	4%	3%	4%	4%	4%
管理费用	-1,153	-1,509	-1,903	-2,453	-3,117
管理费用率	12%	12%	12%	11%	11%
营业利润	1,850	2,468	2,870	3,733	5,006
摊销	-645	-963	-1,270	-1,375	-1,415
EBITDA	3,318	3,428	4,950	5,816	7,192
财务费用	-92	-128	-256	-281	-306
财务费用率	11%	9%	9%	9%	9%
其他收入	156	249	331	430	551
其他收益/损失	601	-189	496	322	275
资产减值损失	-11	-43	-17	-21	-28
税前净利润	2,581	2,337	3,424	4,160	5,471
所得税	-247	-426	-623	-758	-996
有效所得税率%	10%	18%	18%	18%	18%
税后收入	2,334	1,911	2,800	3,403	4,475
少数股东损益	-73	-57	-66	-86	-110
归母净利润	2,261	1,855	2,734	3,317	4,365

现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	0	0	136	-761	-379
经营现金流	1,526	2,529	2,864	2,901	4,407
购买物业、厂房及设备	-2,077	-2,269	-2,975	-3,008	-3,030
收购	-2,274	-2,122	-2,369	-736	-888
投资现金流	-5,162	-4,588	-5,344	-3,745	-3,918
债权募资	1,466	4,927	1,000	1,000	1,000
股权募资	9,252	31	0	0	0
银行和其他借款还款					
融资金流	6,984	1,558	67	67	67
现金净流量	3,348	-501	-2,413	-776	557

资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,758	5,223	2,810	2,034	2,591
应收款项	2,499	3,556	4,400	5,825	7,735
存货	855	1,208	1,476	1,997	2,426
其它流动资产	2,702	2,676	2,676	2,676	2,676
流动资产合计	11,813	12,663	11,362	12,531	15,427
固定资产	6,058	7,666	10,641	13,650	16,679
商誉	1,144	1,362	1,749	2,274	2,915
可供出售金融资产	2,079	4,009	4,009	4,009	4,009
其他非流动资产	1,573	3,539	5,521	5,732	5,979
非流动资产合计	10,854	16,576	21,920	25,665	29,583
资产总计	22,667	29,239	33,282	38,196	45,010
短期借款	120	1,810	2,077	2,344	2,611
应付账款	2,611	3,393	4,641	5,825	7,785
其他应付账款	12	25	25	25	25
其它流动负债	1,019	1,407	1,400	1,746	2,168
流动负债合计	3,762	6,634	8,143	9,940	12,589
长期借款	15	762	762	762	762
其它长期负债	725	4,433	4,433	4,433	4,433
非流动负债合计	740	5,195	5,195	5,195	5,195
负债总计	4,502	11,829	13,338	15,135	17,784
股本	1,165	1,651	1,651	1,651	1,651
储备	16,523	15,661	18,261	21,464	25,739
母公司拥有人应估权益	17,688	17,312	19,913	23,115	27,390
少数股东权益	477	97	31	-55	-165
负债和所有者权益合计	22,667	29,239	33,282	38,196	45,010

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.59	1.13	1.20	1.45	1.91
每股净资产	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
每股经营现金流	1.08	1.55	1.75	1.77	2.69
每股股利	0.58	0.34	0.36	0.44	0.57
估值 (倍)					
P/E	70.5	99.3	93.8	77.3	58.7
P/B	9.0	10.6	9.2	8.0	6.7
P/S	16.6	14.2	11.1	8.6	6.7
EV/EBITDA	48.0	53.5	37.2	31.6	25.6
股息率 (%)	30%	30%	30%	30%	30%
盈利能力比率					
毛利率	39.3%	38.9%	37.2%	37.5%	37.9%
净利润率	23.5%	14.4%	16.5%	15.4%	15.8%
净资产收益率	18.8%	10.6%	14.7%	15.4%	17.3%
资产回报率	12.8%	7.1%	8.7%	9.3%	10.5%
投资资本回报率	13.2%	11.4%	11.6%	13.4%	15.4%
盈利增长					
营业收入增长率	23.8%	33.9%	28.4%	30.0%	28.2%
EBIT增长率	19.2%	19.2%	17.4%	17.4%	18.2%
净利润增长率	84.2%	-18.0%	47.4%	21.3%	31.6%
偿债能力指标					
资产负债率	0.20	0.40	0.40	0.40	0.40
流动比率	3.14	1.91	1.40	1.26	1.23
速动比率	2.91	1.73	1.21	1.06	1.03
现金比率	1.53	0.79	0.35	0.20	0.21
经营效率指标					
应收帐款周转天数	81	86	88	87	90
应付帐款周转天数	134	139	141	142	145
存货周转天数	46	47	47	47	47
总资产周转率	0.55	0.50	0.53	0.60	0.66
固定资产周转率	1.86	1.88	1.81	1.77	1.82

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 阿里健康

财务报表分析与预测 - 阿里健康

利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	5,096	9,596	16,742	27,140	40,616
收入成本	(3,765)	(7,365)	(12,858)	(20,681)	(30,665)
毛利	1,331	2,231	3,884	6,459	9,951
履约	(572)	(1,098)	(2,000)	(3,257)	(4,874)
销售及市场推广开支	(455)	(723)	(1,239)	(1,900)	(2,640)
行政开支	(181)	(220)	(368)	(543)	(731)
产品开发开支	(219)	(253)	(368)	(489)	(609)
其他收入及收益	67	161	281	456	682
其他开支	(3)	(34)	(60)	0	0
经营利润	(31)	65	130	727	1,779
财务费用	(28)	(22)	(3)	(5)	(6)
合资公司	(1)	(13)	(17)	(27)	(17)
联营公司	(1)	(21)	(33)	(54)	(41)
除税前利润 (亏损)	(61)	9	76	641	1,715
所得税开支	(31)	(25)	(13)	(106)	(283)
本年度净利润 (亏损)	(92)	(16)	64	535	1,432
- 归属于非控股权益	(10)	(9)	37	311	831
- 归属于母公司拥有人	(82)	(7)	27	225	601

现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前亏损	(61)	9	76	641	1,715
非经营性现金流	(34)	(44)	54	86	(185)
非现金支出	206	343	11	12	13
营运资金变动	269	230	(1,161)	134	(647)
其他	16	45	(16)	(110)	(42)
经营现金流	396	584	(1,037)	764	854
购买物业、厂房及设备	(6)	(8)	(10)	(10)	(10)
出售物业、厂房及设备	0	0	0	0	0
购置无形资产	0	(6)	0	0	0
购买金融资产	(2,276)	1,357	0	0	0
业务收购	(3)	(21)	0	0	0
注资联营公司	(983)	0	0	0	0
其他	872	23	0	0	2
投资现金流	(2,396)	1,345	(10)	(10)	(8)
发行新股	0	2,001	10,000	0	0
购回股份	(38)	(18)	0	0	0
银行贷款及其他借贷 / (还款)	1,700	(1,700)	23	25	26
其他	46	46	0	0	0
融资现金流	1,708	329	10,023	25	26
现金净流量	(291)	2,258	8,977	778	872

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
存货	596	1,217	1,953	2,353	2,688
应收账款及应收票据	365	325	868	1,065	1,828
预付账款、其他应收款项及其他资产	323	413	871	1,211	1,905
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	1,737	402	402	402	402
受限制现金	2	60	60	60	60
抵押存款	0	0	0	0	0
现金及现金等价物	280	2,595	11,572	12,350	13,222
流动资产总额	3,303	5,013	15,726	17,442	20,105
物业及设备	9	13	16	17	18
投资物业	0	11	10	10	9
使用权资产	0	59	56	54	51
其他无形资产	0	4	4	4	4
商誉	27	55	55	55	55
于合资公司之投资	11	111	95	67	50
于联营公司之投资	1,965	1,946	1,912	1,858	1,817
长期应收款项	39	22	70	19	70
指定为以公允价值计量且其变动计入其他全面收益之权益投资	120	173	173	173	173
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	508	463	463	463	463
受限制现金	0	0	0	0	0
长期存款	0	0	0	0	0
非流动资产总值	2,678	2,857	2,854	2,720	2,709
计息借贷	1,700	0	0	0	0
租赁负债	0	32	40	40	40
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0	0	0	0	0
应付账款及应付票据	903	1,866	2,106	2,653	3,228
其他应付款项及应计费用	464	513	896	1,371	1,990
递延收入	0	0	0	0	0
合约负债	152	171	171	171	171
预收账款	0	0	0	0	0
客户垫款	0	0	0	0	0
应付税项	15	28	28	28	28
流动负债总额	3,233	2,610	3,241	4,263	5,457
计息银行贷款	0	0	0	0	0
租赁负债	0	38	53	78	104
递延税项负债	12	20	20	20	20
递延收益	0	0	0	0	0
非流动负债总额	12	58	73	98	124
股本	103	106	111	111	111
库存股份	(25)	(13)	(13)	(13)	(13)
储备	2,717	5,176	15,198	15,422	16,023
非控股权益	(58)	(67)	(30)	281	1,112
权益总值	2,737	5,203	15,266	15,802	17,234

E-浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

主要财务比率

(人民币元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	(0.7)	(0.1)	0.2	1.7	4.5
每股净资产	0.2	0.4	1.1	1.2	1.3
每股经营现金流	0.0	0.0	(0.1)	0.1	0.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (x)					
P/E	NA	NA	97	12	5
P/B	87	47	18	17	16
P/S	44	25	15	9	7
股息率 (%)	0	0	0	0	0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26	23	23	24	25
净利润率	(2)	(0)	0	2	4
净资产收益率	(3)	(0)	1	3	9
资产回报率	(2)	(0)	0	3	7
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	109	88	74	62	50
营业利润增长率	67	NA	99	460	145
净利润增长率	16	83	NA	742	167
归母净利润增长率	23	92	NA	742	167
偿债能力指标 (%)					
资产负债率	54.2	33.9	17.8	21.6	24.5
流动比率	102.2	192.1	485.2	409.2	368.4
速动比率	83.7	143.1	423.1	352.6	318.1
现金比率	8.7	99.4	357.0	289.7	242.3
经营效率指标					
应收账款周转天数	20	14	14	14	13
应付账款周转天数	59	69	56	42	35
存货周转天数	50	45	45	38	30
总资产周转率	1	1	1	1	2
固定资产周转率	672	877	1,161	1,646	2,331

平安好医生

财务报表分析与预测 - 平安好医生

利润表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,338	5,065	6,782	9,543	13,444
营业成本	(2,426)	(3,894)	(5,018)	(6,871)	(9,411)
毛利润	912	1,171	1,763	2,672	4,033
毛利率	27%	23%	26%	28%	30%
销售费用	(1,238)	(1,207)	(1,492)	(1,727)	(2,286)
管理费用	(995)	(1,075)	(1,356)	(1,556)	(1,882)
折旧及摊销	(45)	(146)	(158)	(123)	(96)
核心经营利润	(1,321)	(1,111)	(1,085)	(611)	(134)
核心经营利润率	-40%	-22%	-16%	-6%	-1%
其他收益	183	109	136	143	202
其他收入	28	42	56	79	111
财务费用	202	253	248	234	239
分占联营公司亏损	(4)	(27)	(7)	(10)	(13)
税前收入	(912)	(734)	(652)	(164)	404
所得税	(1)	(13)	11	3	(7)
净利润	(913)	(747)	(641)	(161)	397
少数股东权益	(1)	(13)	(6)	(2)	4
公司股东权益	(912)	(734)	(634)	(160)	393

现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年内亏损	(913)	(747)	(641)	(161)	397
折旧和摊销	45	146	158	123	96
财务费用-净值	(202)	(253)	(248)	(234)	(239)
贸易及其他应收款项增加/(减少)	(39)	(341)	(454)	(696)	(1,188)
贸易及其他应付款项增加	85	681	681	920	1,288
其他	(61)	9	7	10	13
经营活动所得现金流量净额	(1,085)	(504)	(497)	(39)	368
处置物业、厂房及设备的所得款项	0	2	0	0	0
购买物业、厂房及设备	(198)	(133)	(100)	(100)	(100)
处置金融资产的所得款项	1,406	1,890	0	0	0
购买按公允价值计入损益的金融资产	(1,561)	(5,246)	0	0	0
收回三个月以上定期存款所得款项	327	8,522	0	0	0
就三个月以上定期存款付款	(8,337)	(500)	0	0	0
其他	(1,194)	(58)	248	234	239
投资活动所用现金流量净额	(9,557)	4,477	148	134	139
发行股份所得款项	7,100	0	69	0	0
银行贷款及其他借款所得款项	0	0	0	0	0
银行贷款及其他借款还款	0	0	0	0	0
其他	(84)	9	0	0	0
融资活动所得/(所用)现金流量净额	7,016	9	69	0	0
现金及现金等价物增加/(减少)净额	(3,627)	3,981	(280)	95	507
期初的现金及现金等价物	4,595	926	4,965	4,685	4,780
外币汇率变动影响净额	(41)	58	0	0	0
期末的现金及现金等价物	926	4,965	4,685	4,780	5,287

资产负债表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	926	4,965	4,685	4,780	5,287
存货	39	75	154	272	414
应收账款	431	649	948	1,405	2,279
合同资产	61	141	141	141	141
预付账款、其他应收款项及其他资产	372	223	298	420	591
以摊余成本计量的金融资产	0	575	575	575	575
按公允价值计入损益的金融资产	521	1,849	1,849	1,849	1,849
定期存款	5,745	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总额	8,094	8,478	8,651	9,442	11,137
商誉	967	967	967	967	967
物业、厂房及设备	172	186	191	194	196
使用权资产	0	94	28	0	0
其他无形资产	86	106	110	112	114
于联营&合营公司的投资	255	510	503	493	480
预付账款及其他应收款项	0	7	7	7	7
以摊余成本计量的金融资产	0	1,516	1,516	1,516	1,516
按公允价值计入损益的金融资产	0	16	16	16	16
定期存款	2,799	500	500	500	500
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产总值	4,280	3,901	3,837	3,805	3,795
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款和其他应付款项	1,488	1,777	2,457	3,378	4,666
合约负债	619	837	837	837	837
租赁负债	0	51	51	51	51
其他	0	0	0	0	0
流动负债总额	2,106	2,665	3,346	4,266	5,554
租赁负债	0	44	44	44	44
应付账款和其他应付款项	0	0	0	0	0
非流动负债总额	0	44	44	44	44
股本	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	13,332	13,519	13,588	13,588	13,588
累计亏损	(3,133)	(3,870)	(4,504)	(4,664)	(4,271)
权益	10,199	9,649	9,083	8,924	9,317
少数股东权益	68	21	14	13	17
权益总额	10,267	9,669	9,098	8,937	9,334

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益 (基本)	(1.0)	(0.7)	(0.6)	(0.1)	0.3
每股收益 (摊薄)	(1.0)	(0.7)	(0.6)	(0.1)	0.3
每股净资产	9.6	9.0	7.9	7.8	8.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (倍)					
P/E	na	na	na	na	238
P/B	9	9	10	10	10
P/S	23	16	13	10	7
EV/EBITDA	na	na	na	na	na
股息率 (%)	na	na	na	na	na
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27	23	26	28	30
归母净利率	(27)	(14)	(9)	(2)	3
净资产收益率	(13)	(7)	(7)	(2)	4
资产回报率	(10)	(6)	(5)	(1)	3
投资资本回报率	(14)	(8)	(8)	(2)	4
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	79	52	34	41	41
EBIT增长率	61	(16)	(2)	(44)	(78)
归母净利润增长率	9	20	14	75	NA
偿债能力指标					
资产负债率	17	22	27	33	37
流动比率	384	318	259	221	201
速动比率	382	315	254	215	193
现金比率	44	186	140	112	95
经营效率指标					
应收帐款周转天数	48	39	43	45	50
应付帐款周转天数	210	153	154	155	156
存货周转天数	3	5	8	11	13

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(药明生物 2269.HK & 药明康德 2359.HK)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有存在投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼