

# CXO 板块快速前行，创新药龙头逆境重生



行业研究

## 医药行业总评级：推荐

我们将 2021 年医药行业评级定为“推荐”，主因包括：1) 港股医药行业的主体制药股将逆境重生：随着新冠疫情的舒缓，制药板块 2020 年下半年起业绩逐步回暖。2020 年压制制药企业估值的主要因素是带量采购和年底国家医保谈判带来的降价忧虑。我们认为带量采购未来可能会更频繁，但是从近期实施的第三批和网络传闻的第四批情况来看，对港股主要医药企业的业绩影响不会太大。医保目录谈判的结果目前尚未公布，但是我们认为更新医保目录是为了将有限的医保基金用于刚需产品并促进创新药销售，因此对于优质产品来说降价能带动销量提升，我们认为谈判结果落地后制药板块龙头的表现将逐步改观。2) 医药研发与生产外包服务 (CXO) 行业龙头与部分生产优质肿瘤药的生物科技股将保持快速增长。从 2020 年的情况看，CXO 行业龙头从二季度起业绩率先复苏，而且由于国外企业受疫情影响较大，很多订单转向中国。肿瘤药需求在疫情中受影响最小，我们认为 PD-1/PD-L1 抑制剂等优质肿瘤药需求将快速扩张。

## 2020 年医药行业表现分化，CXO 与生物科技板块显著跑赢行业平均

2020 年 CXO 板块与部分生产优质肿瘤药的生物科技股业绩受新冠疫情影响不大，股价显著跑赢医药行业平均。港股医药行业的主体传统制药板块（包括西药与中成药）则受影响较大，主要是疫情影响了医疗机构营运与交通运输等，下半年又受带量采购与医保谈判降价等忧虑影响。医疗器械板块上半年表现优异，但下半年则受集采影响回落，而医疗服务、医药分销等板块受疫情影响较大，整体表现不佳。

## 2021 年医药行业投资策略：重点部署 CXO 与优质创新药

我们建议重点关注 CXO 行业龙头及优质创新药生产商，理由包括：1) 创新药研发需求的提升将导致研发与生产外包服务需求的增加，而且全球疫情肆虐的情况下会有更多药企将订单转向成本较低的中国行业龙头；2) 我们预计 2021 年一季度医保谈判结果落地前制药板块估值仍将受压制，我们看好优质创新药生产商的中期前景，尤其是肿瘤药受疫情影响不大，我们建议逐步部署。对于医疗器械板块，我们认为带量采购将逐步延伸至骨关节等领域，建议等待集采政策的落地。

## 重点推荐药明康德 (2359 HK)、信达生物 (1801 HK) 与石药集团 (1093 HK)

我们继续推荐 (一) 药明康德 (2359 HK) (评级: 增持, 目标价: 160.1 港元)、信达生物 (1801 HK) (评级: 买入, 目标价: 86.9 港元) 与石药集团 (1093 HK) (评级: 买入, 目标价: 10.84 港元)。药明康德作为全球领先的 CXO 行业龙头将受益于创新药研发需求的增加，预计由于疫情肆虐，未来将有更多订单转向中国公司。信达生物的 PD-1 抑制剂达伯舒将受益于日益扩大的肿瘤免疫治疗需求，而且达伯舒在适应症申请方面处于行业领先地位。我们早前考虑到医保谈判其他 PD-1 生产商可能大幅降价导致行业竞争加剧，因此给予较为保守的目标价，但是医保谈判已于 12 月 16 日完成，目前来看其他产品的降价幅度估计没有超出市场预期，因此我们认为不确定因素基本消除。石药集团医保谈判遭遇恩必普降价，但是恩必普是典型的刚需型产品，而且公司业绩非常稳健，我们认为可逐步吸纳。

中泰国际医药行业指数



来源：中泰国际研究部

施佳丽

+852 23591854

scarlett.shi@ztsc.com.hk

# 正文目录

正文目录 .....	2
图表目录 .....	3
2020 年 CXO 与生物科技股显著跑赢 .....	5
2021 年聚焦 CXO 与制药板块优质赛道 .....	10
创新药研发需求将引领 CXO 板块龙头企业维持高景气 .....	10
医保谈判落地后创新药板块优质赛道龙头将逆境重生 .....	12
重点公司推荐(一): 药明康德 (2359 HK) .....	15
重点公司推荐(二): 信达生物 (1801 HK) .....	18
重点公司推荐(三) 石药集团 (1093 HK) .....	21
风险因素分析 .....	24
附录: 同业估值比较 .....	25
公司及行业评级定义 .....	26
重要声明 .....	27

## 图表目录

图表 1：2020 年医药行业表现（截至 12 月 23 日）	5
图表 2：2020 年医药行业表现（截至 12 月 23 日）	5
图表 3：医药制造业收入与利润增速(单位：%)	6
图表 4：国内医院总诊疗人次（单位：万人）	7
图表 5：2020 年前三季度医药上市公司收入与利润增速对比	7
图表 6：前三轮带量采购情况简介	8
图表 7：国内医保基金收入与支出情况（单位：亿元）	8
图表 8：国内医保基金收入与支出增速对比	8
图表 9：优胜劣汰为医保目录调整主旋律	9
图表 10：部分优质产品进入医保后销售情况（单位：百万人民币）	9
图表 11：全球医药企业在研药物数量	10
图表 12：2019 年全球临床前与临床后在研项目数量对比	10
图表 13：药明康德项目数量	10
图表 14：药明生物未完成订单数量	10
图表 15：中国 CRO 与 CDMO 行业市场规模(单位:亿美元)	11
图表 16：中国医药行业研发支出（单位：亿美元）	11
图表 17：中国化药临床试验与上市申请数（单位：个）	11
图表 18：中国生物制剂临床试验与上市申请数（单位：个）	11
图表 19：国内主要癌症新发病例人数预测	12
图表 20：2019 年中国肿瘤药物销售收入分布	13
图表 21：2019 年全球肿瘤药物销售收入分布	13
图表 22：主要肿瘤治疗方法	13
图表 23：PD-1/PD-L1 抑制剂在美国市场适应症获批情况	14
图表 24：2019 年全球肿瘤药物销售收入分布	14
图表 25：中国市场 PD-1/PD-L1 抑制剂销售额	14
图表 26：中国市场 PD-1/PD-L1 抑制剂市场份额	14
图表 27：药明康德（2359 HK）财务预测（估值更新于 2020 年 12 月 23 日）	15
图表 28：药明康德（2359 HK）财务预测	16
图表 29：DCF 模型（12 月 31 日年结·百万人民币）	17
图表 30：每股股权价格敏感性分析（单位：港元）	17
图表 31：信达生物（1801 HK）财务预测（估值更新于 2020 年 12 月 23 日）	18
图表 32：信达生物（1801 HK）财务预测	19
图表 33：DCF 模型（12 月 31 日年结·百万人民币）	20
图表 34：每股股权价格敏感性分析（单位：港元）	20
图表 35：石药集团（1093 HK）财务预测（估值更新于 2020 年 12 月 23 日）	21
图表 36：石药集团（1093 HK）财务预测	22

---

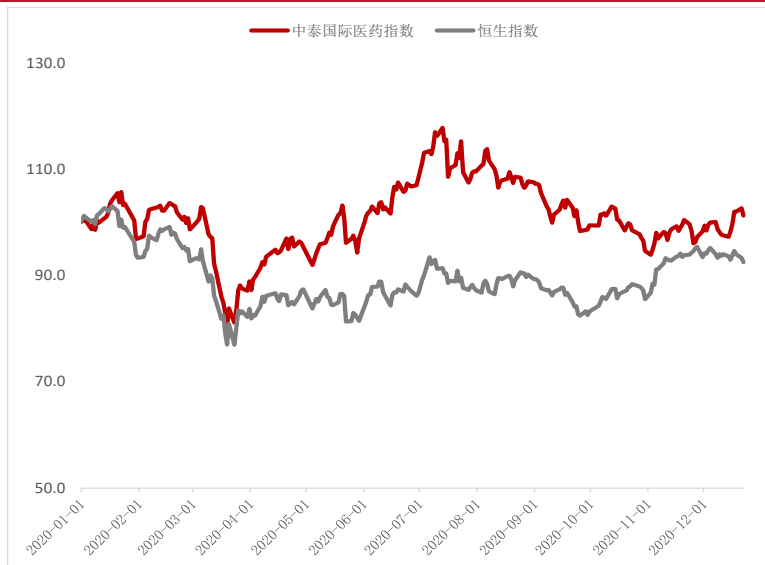
图表 37：DCF 模型（12 月 31 日年结，百万人民币） .....	23
图表 38：每股股权价格敏感性分析（单位：港元） .....	23
图表 39：同业估值比较 .....	25

## 2020 年 CXO 与生物科技股显著跑赢

### 2020 年医药行业各子板块表现分化，生物科技股显著跑赢传统制药板块

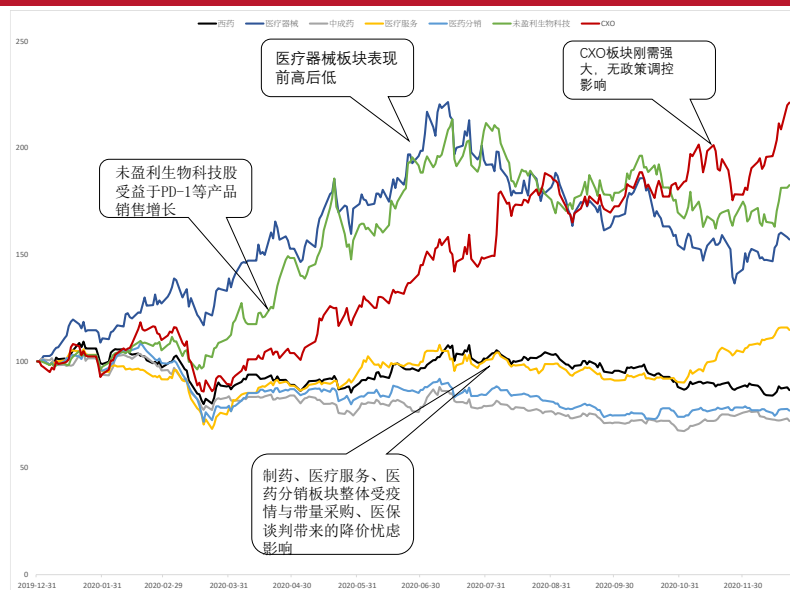
回顾 2020 年表现，医药行业 2020 年总体跑赢大市，但是各子板块在疫情与政策影响下表现分化。医药研发外生产服务外包行业（CXO）与未盈利生物科技板块显著跑赢行业平均，医疗器械板块在上半年表现突出，但是下半年开始受集采政策的影响。港股医药行业的主体制药板块（包括西药与中成药）2020 年总体逊于行业平均，上半年疫情导致医疗机构限流、交通运输不便，下半年医药企业经营普遍回暖，但是股价则受带量采购与对预期将于今年底或明年初实行的国家医保目录谈判的影响，整体表现被压制，医药分销与医疗服务板块表现也乏善可陈。

图表 1：2020 年医药行业表现（截至 12 月 23 日）



来源：彭博，中泰国际研究部按照 2019 年 12 月 31 日收市价为 100 计算，中泰国际医药指数成分股请参阅附录同业估值表

图表 2：2020 年医药行业表现（截至 12 月 23 日）



来源：彭博，中泰国际研究部按照 2019 年 12 月 31 日收市价为 100 计算，各子板块成分股请参阅附录同业估值表

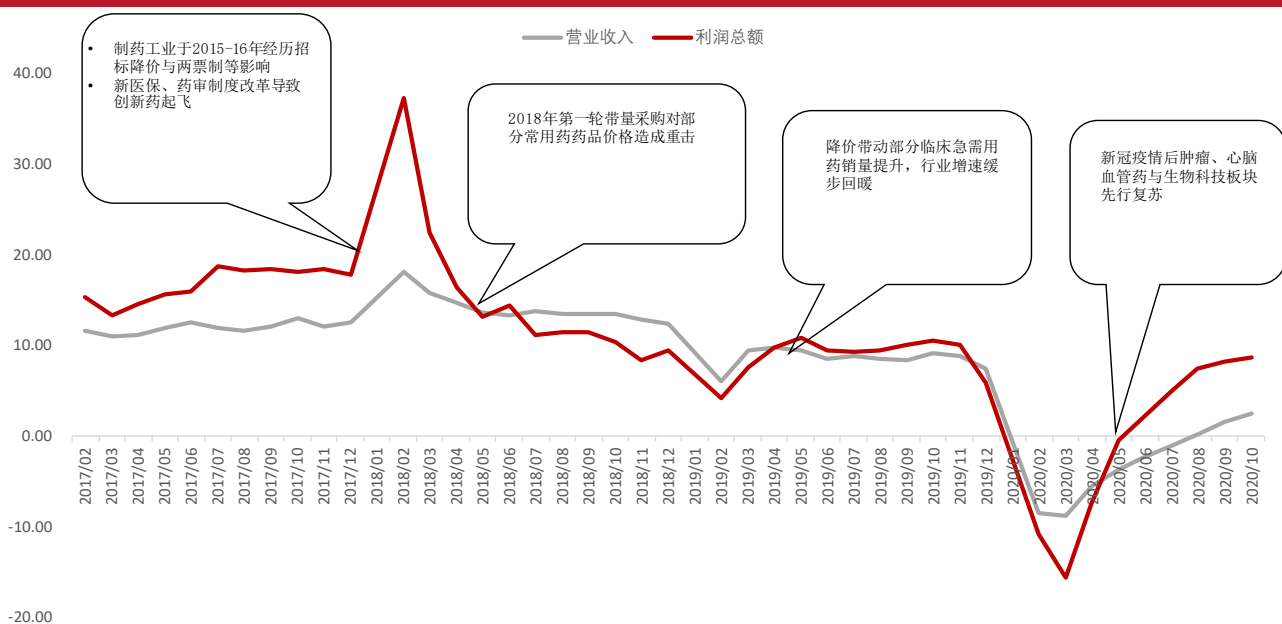
## CXO 行业龙头二季度起业绩显著回暖， 股价强劲上扬

从香港上市的 CXO 企业业绩来看，虽然在 2020 年一季度受中国疫情的影响，但是由于企业的生产基地在中国，二季度后业绩普遍复苏。香港上市的主要 CXO 企业中，药明康德（2359 HK）二、三季度收入分别同比增长 29.4%、35.4%（对比一季度 15.1%）。药明生物（2269 HK）二季度起经营情况回暖，上半年收入同比增长 21.0%。康龙化成（3759 HK）二、三季度收入分别同比增长 41.3%与 40.7%（对比一季度 25.7%），而泰格医药二、三季度收入分别同比增长 9.4%、22.3%（对比一季度 8.3%）。由于 CXO 企业的部分客户在欧美，所以市场早前曾经担忧疫情对欧美客户的影响，但是事实证明中国 CXO 行业龙头已经在全世界建立起很高的市场认可度，疫情中很多国外药企将订单转向中国，导致二、三季度业绩显著上升，成功打消年初市场的忧虑，因此股价强劲上扬。

## 制药板块肿瘤等临床急需药物率先复苏， 下半年行业龙头业绩持续回暖

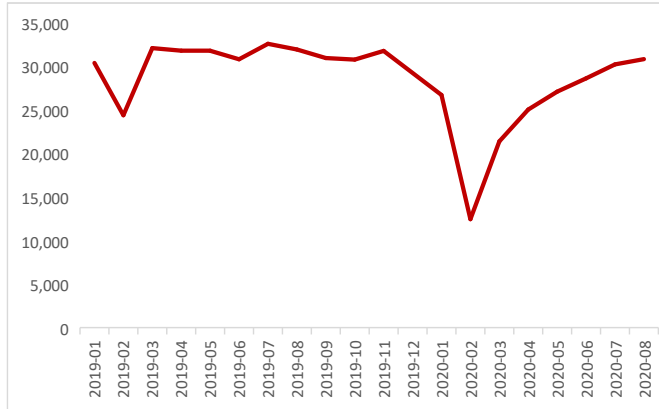
2020 年 1-10 月份医药制造业收入同比增长 2.5%至约 19,555.9 万亿人民币，利润总额同比增长 8.7%至 2,779.1 万亿人民币，总体看下半年收入与利润增速均在回升，企业经营基本面在回暖，利润总额的增速显著高于收入。分单季看，第一季度销售额与利润总额较去年同期大幅下滑，而下半年医院诊疗人次在回升，国内交通运输也恢复正常，因此医药企业的整体经营情况在回暖。分品种看，根据我们对香港上市主要医药企业产品销售的剖析，上半年居家办公导致患病几率减少、医院限流、部分医疗机构不能正常营运以及抗感染、肠胃与部分慢性病（骨科类中药等）用药需求减少，但是生物药增速明显优于行业平均，且上半年在各种药物中肿瘤药受的影响最小。根据国家药监局南方医药经济研究所统计，2020 年前三季度医药行业上市公司生物药销售额同比增长 19.8%，利润总额则同比增长 28.2%。生物药副作用较小，随着健康意识的提升，生物药的需求增长迅速。分病种看，肿瘤药销售一枝独秀，表明急性刚需型药物在疫情中受影响很小。根据 IQVIA 统计的样本医院数据，肿瘤药在 2020 年一季度与二季度销售额分别同比增长 15.4%与 8.9%，显著跑赢其他病种药物。我们预计肿瘤与心脑血管领域的优质创新药仍然是制药板块的主旋律，而随着疫情的舒缓其他品类的优质产品需求也将复苏。

图表 3：医药制造业收入与利润增速(单位：%)



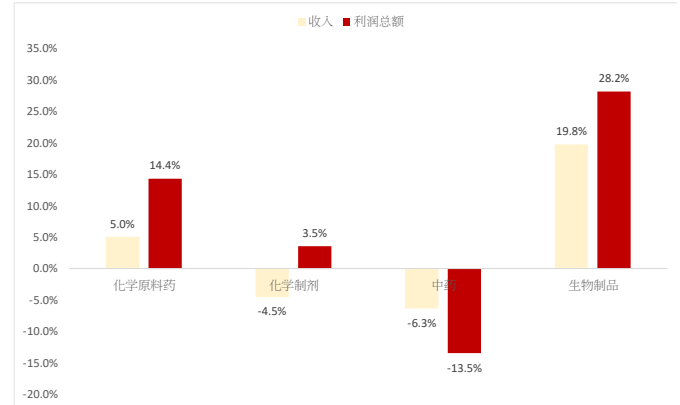
来源：国家统计局，中泰国际研究部

图表 4：国内医院总诊疗人次（单位：万人）



来源：Wind，中泰国际研究部

图表 5：2020 年前三季度医药上市公司收入与利润增速对比



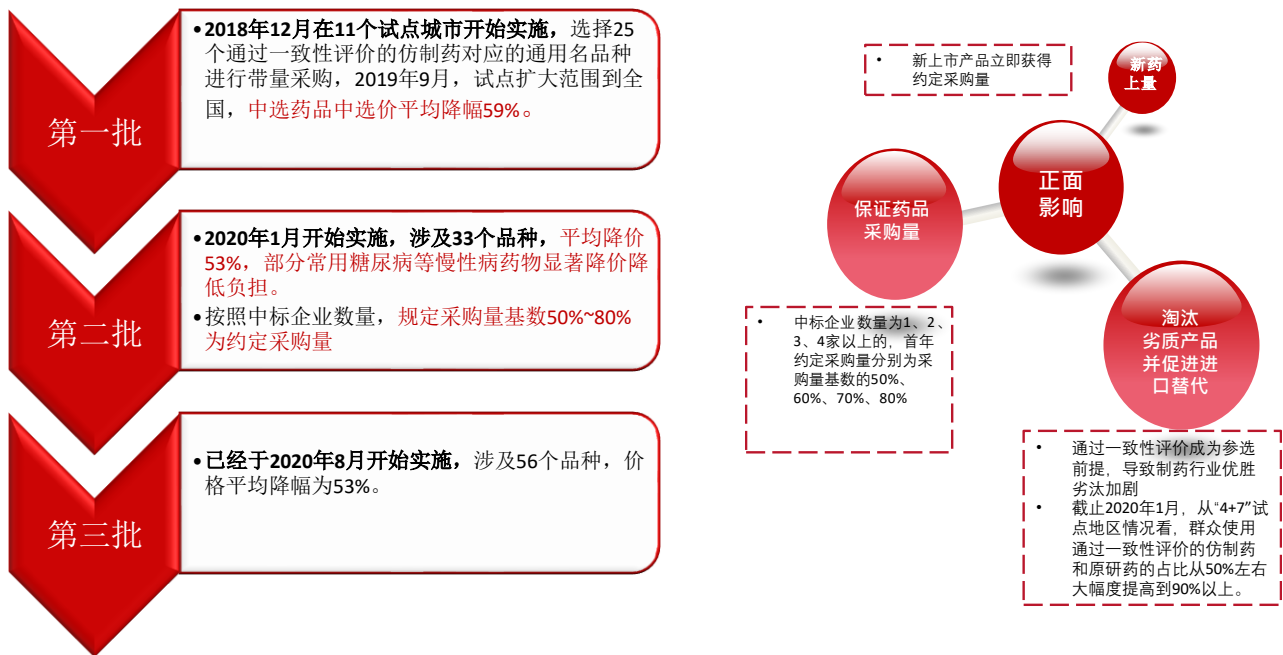
来源：南方医药经济研究所，中泰国际研究部

### 带量采购将趋于常态，行业优胜劣汰将加剧

为了降低患者用药负担，规范药品流通秩序，提高群众用药安全，中国于 2018 年底国家启动实施药品集中采购试点，12 月为止总共实施三次。政府对进行带量采购的品种明确要求为原研药与通过一致性评价的仿制药，因此对参与集采的品种品质要求较高。从过去三次实施的情况看，价格平均降幅均超过五成，但是带量采购对象以刚需型药物为主，对于优质产品而言在降价同时能一定程度带动销售量。对于上市时间不长的品种而言，由于带量采购有承诺销售量，因此中标后销量将提升。对于香港上市的龙头药企而言，2018、19 年的带量采购受影响较大的分别是中国生物制药（1177 HK）的乙肝药物恩替卡韦与石药集团（1093 HK）的白蛋白紫杉醇等，大幅降价影响这些产品 2020 年的销售额。但据我们估算，白紫销量在 20 年 4 月开始实施后的半年中较去年同期增长约 242.5%，因此我们认为带量采购对每个产品的影响各不相同，最终是取决于中标产品的质量 and 市场刚需性。对于优质产品而言，带量采购将带来阵痛，但是长期看有利于销量提升。从 2020 年开始实施的第三批带量采购来看，在港股企业中占收入比例不大，因此影响相对有限。

我们认为未来带量采购的常态化不可避免，估计政府每年将实施 1~2 批带量采购。政府于 12 月 25 日公布第四批带量采购入围情况，总共有 90 个品种入围，涵盖糖尿病、高血压、呼吸道疾病、精神治疗、肿瘤用药、真菌感染、麻醉疼痛、滴眼剂等用药领域，这与早前市场传闻一致。相关产品占香港上市主要医药企业的收入比例较低，因此如最终按此版本实施，我们认为对医药企业业绩影响有限，我们仍应选择产品刚需性强而且竞争优势明显的品种。

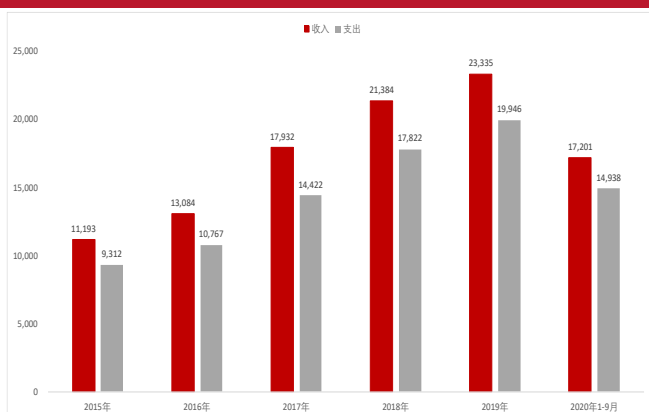
图表 6：前三轮带量采购情况简介



来源：中泰国际研究部

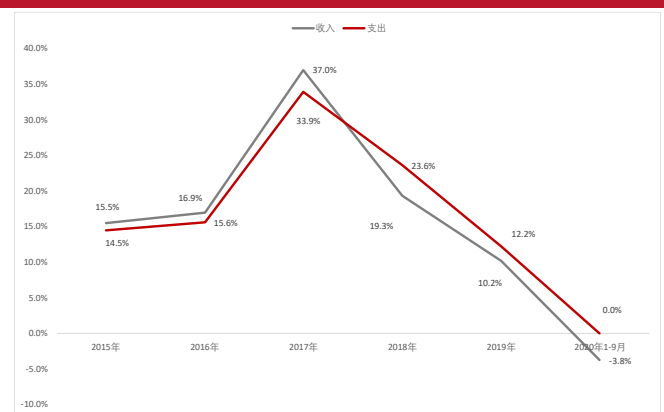
医保目录结构优化将导致医药行业优胜劣汰加剧并促进创新药销售。2020 年下半年关于医保谈判降价的不明朗因素压制了港股制药板块估值，谈判结果已于 12 月 28 日公布，总共调入 119 个品种，并调出 29 种临床价值不高或容易被替代的产品。本次调入的品种平均降价 50.64%，幅度略微小于 2019 年的 60.7%。备受市场关注的国产 PD-1/PD-L1 产品悉数入选。政府的主要目的在于为优质刚需型品种和优质创新药腾挪空间，将有限的医保基金用于优质品种，在促使医院提升用药质量的同时降低患者负担。从近几年的医保基金收入与支出增长的情况看，支出增速快于收入，因此有必要优化医保目录结构。从以往的情况看，创新药上市后进入国家医保目录通常需要几年时间，这次初审稿预示未来创新药进入医保有望提速。从以往的情况看，优质创新药进入国家医保目录后销量会增长，我们认为新版医保目录将促进优质创新药销售。

图表 7：国内医保基金收入与支出情况（单位：亿元）



来源：国家医保局，中泰国际研究部

图表 8：国内医保基金收入与支出增速对比



来源：国家医保局，中泰国际研究部



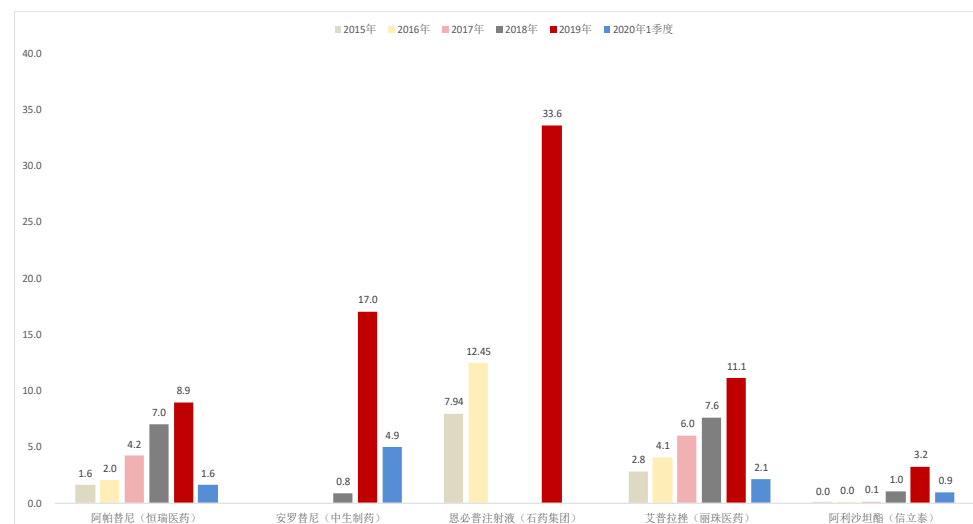
我们认为医保目录等方面推出一系列改革促进优胜劣汰，将导致医药企业升级研发策略，将更多注意力用于市场需求强劲的优质赛道。与此同时，医药企业将强化研发能力，以求在日趋激烈的竞争中取得优势。综合而言，医疗行业改革将导致医药行业优胜劣汰加剧，行业集中度将不断提升。回顾过去几次医保目录调整，很多新入选的优质品种在销量方面大幅提升。分品类看，由于靶向性和安全性较高，近年在国内刚需旺盛的替尼、单克隆抗体等进入医保后销售额均迅速扩张。从香港上市企业的往绩来看，恩必普、安罗替尼、达伯舒等的销售均在进入医保后大幅增长。

图表 9：优胜劣汰为医保目录调整主旋律



来源：中泰国际研究部

图表 10：部分优质产品进入医保后销售情况（单位：百万人民币）



来源：药海，石药集团（1093 HK），中泰国际研究部。石药为公司数据，其他为药海数据库的样本医院数据

## 2021 年聚焦 CXO 与制药板块优质赛道

### 创新药研发需求将引领 CXO 板块龙头企业维持高景气

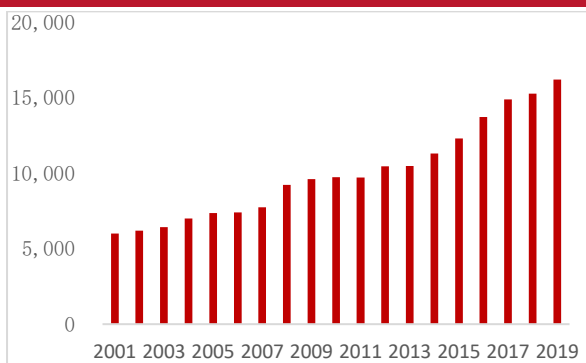
医药研发生产外包服务（CXO）主要包括研发外包（CRO）与生产外包（CMO/CDMO），通常包括药物发现、临床试验等工作，我们认为未来全球和中国市场 CXO 需求将继续提升，而且未来会有更多的企业将订单交给中国的行业龙头。

**全球药物研发需求持续提升。**从过去 20 年的情况看，全球在研新药数量保持持续增长态势，尤其是 2013 年以来，全球在研新药数量呈现明显增长势头。2014 年以来全球在研新药数量同比增幅均超过 8.0%，但近两年增速逐年放缓，2017 年、2018 年和 2019 年全球在研新药数量增幅分别为 8.41%、2.66%和 5.99%。在 2019 年，全球在研药物数量为 16181 个，同比增长 5.99%。

**未来将有更多研发需求转移至中国的行业龙头。**从 2018-19 年的情况看，药物研发的需求主要集中在临床前。2019 年处于该阶段的药物数量为 8520 个，占据在研项目总数的约 52.7%，2018 年数量增加了 480 个候选药物，而这正是中国 CXO 企业的优势所在。

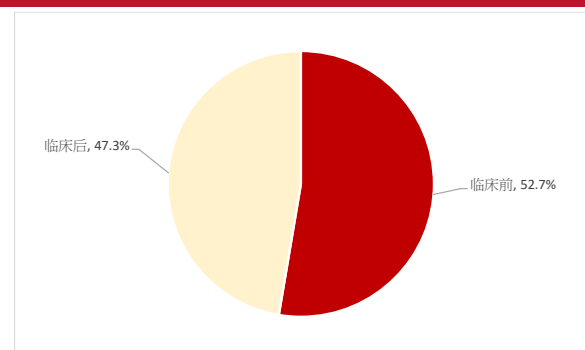
由于在药物发现阶段需要投入大量科学家资源，欧美市场人力成本较高，因此欧美 CXO 龙头企业优势通常集中于临床试验阶段，但是中国的 CXO 企业生产基地多数位于国内，成本优势显著，早年从药物发现领域起步并积累大量客户资源，现在药明康德（2359 HK）、药明生物（2269 HK）、康龙化成（3759 HK）等行业龙头均能提供从药物发现到商业生产的一站式服务，涉及范围也包括化药、生物药、医疗器械、细胞与基因治疗、疫苗生产等多个领域，涵盖的范围越来越广，因此能为客户提供更加便捷的服务。目前新冠疫情肆虐全球，而这些企业服务的客户数量不断增长，订单数量也在增加，表明很多企业在疫情下将订单转给中国的行业龙头。

图表 11：全球医药企业在研药物数量



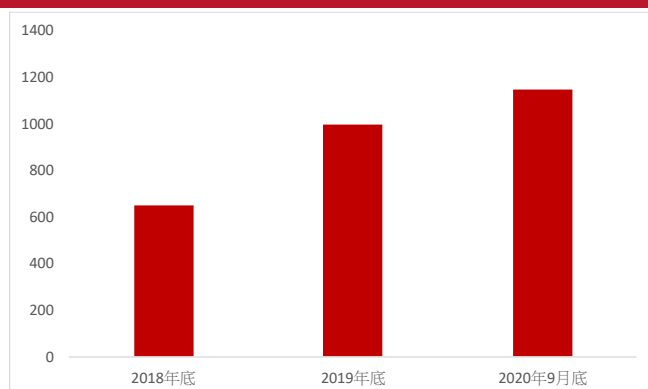
来源：前瞻经济研究院，中泰国际研究部

图表 12：2019 年全球临床前与临床后在研项目数量对比



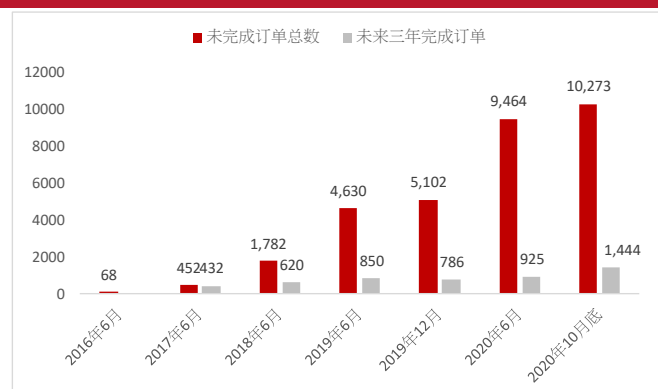
来源：前瞻经济研究院，中泰国际研究部

图表 13：药明康德项目数量（单位：个）



来源：公司资料，中泰国际研究部

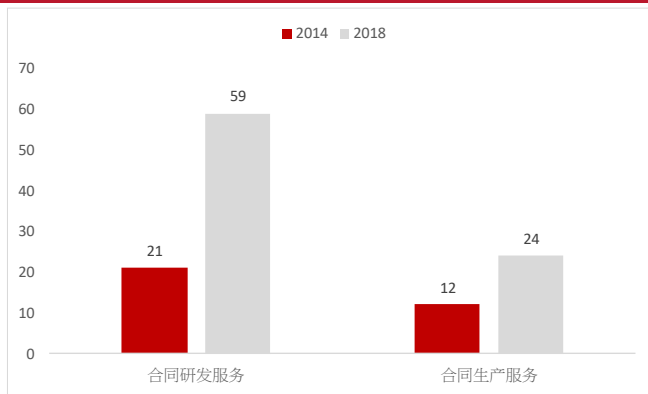
图表 14：药明生物未完成订单数量（单位）



来源：公司资料，中泰国际研究部

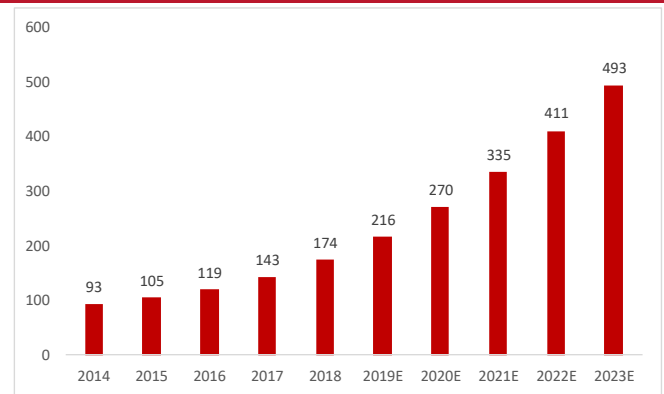
**中国本土 CXO 服务需求将提升。**随着创新药研发需求的增加，中国合同研发服务 (CRO) 市场规模由 2014 年的 21 亿美元增至 2018 年的 59 亿美元，CAGR 为 29.2%。中国合同生产服务 (CDMO) 市场规模由 2014 年的 12 亿美元增至 2018 年的 24 亿美元，复合年增长率为 19.8%。我们认为中国本土的 CXO 需求也将持续增加，主要原因包括：1) 中国医药企业研发支出的增加：中国患者对药品品质的要求在提升，因此医药企业加大研发投入是必然趋势。根据 Frost&Sullivan 统计，中国医药行业的研发支出从 2014 年的 94 亿美元，预计 2023 年将增加到 493 亿美元。随着企业加大研发力度，CXO 方面的需求将增加。2) 政策要求医药企业完成一致性评价并改善生产工艺：由于早年很多仿制药质量明显劣于原研药。为了解决这一问题，国家药监局近年持续推进仿制药一致性评价，而要通过一致性评价就必须进行大量临床试验，有些还需要进行生产工艺的改进，这些因素导致临床试验与生产现场管理的需求将增加。3) 传统药企向创新药企转型将带动研发服务的需求：肿瘤与心脑血管等领域的创新药是医药行业的发展趋向。部分传统药企在创新药研发方面缺乏经验，但是通常来说中大型医药企业资金较为充足，能提供一站式服务的 CXO 企业对他们来说也是一个很好地选择。

图表 15： 中国 CRO 与 CDMO 行业市场规模 (单位: 亿美元)



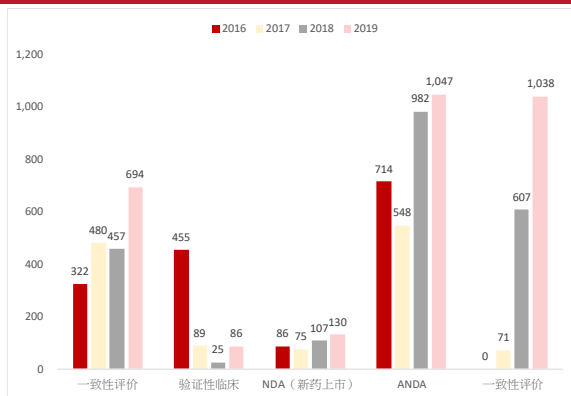
来源: Frost&amp;Sullivan, 中泰国际研究部

图表 16： 中国医药行业研发支出 (单位: 亿美元)



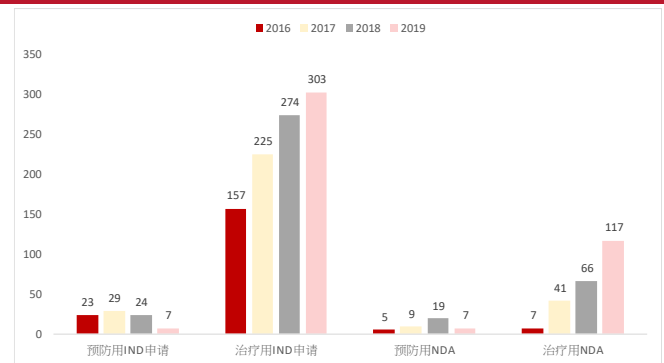
来源: Frost&amp;Sullivan 预测

图表 17： 中国化药临床试验与上市申请数 (单位: 个)



来源: 国家药监局, 中泰国际研究部

图表 18： 中国生物制剂临床试验与上市申请数 (单位: 个)



来源: 国家药监局, 中泰国际研究部

## 医保谈判落地后创新药板块优质赛道龙头将逆境重生

制药板块是港股医药行业的主体，但是 2020 年下半年股价表现弱于行业平均，我们认为主要是受带量采购与医保谈判带来的降价忧虑所致，实际上制药企业下半年经营情况已经显著回暖，而且随着国内疫情的舒缓，我们认为 2021 年经营业绩将持续复苏。从目前的情况看，我们预计医保谈判主要目的是降低患者负担的同时，优化医保目录结构，将有限的医保基金用于刚需型优质药物。目前来看新版医保目录谈判的结果尚未出台，我们预计新进入目录的产品谈判结果将于近期出台，而医保目录原有品种的谈判结果将于 2020 年 1 季度左右公布，总体而言降价不可避免，港股医药企业中市场将尤为关注肿瘤药 PD-1/PD-L1 抑制剂与石药（1093 HK）的恩必普与中国生物制药（1177 HK）的安罗替尼等的谈判情况。我们认为医保谈判落地后优质创新药龙头将逆境重生，未来将继续关注肿瘤等领域的优质创新药与生物药板块龙头。

**肿瘤发病率的提高与早期治疗率的提高将导致肿瘤药需求不断提升。**近年来由于疾病谱的变化，中国市场肿瘤等领域的药物需求不断提升。我们根据中国人口及不同疾病目前的发病率，对中国主要癌症每年的新发病例人数做如下预测，预计 2019-30E 中国市场癌症新发病例的人数复合增长率为约 2.4%，癌症新发病例总数将从 2019 年的约 444.2 万人增加到 2030 年的约 575.7 万人。

图表 19：国内主要癌症新发病例人数预测（单位：万人）

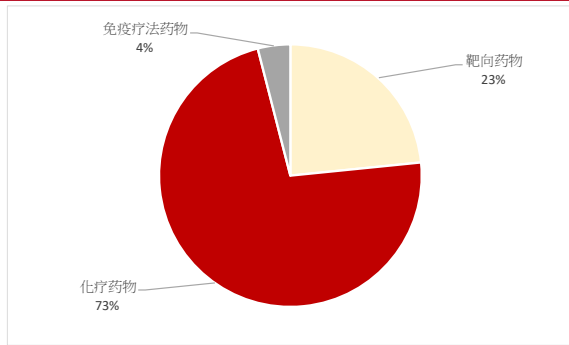
千人	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
肺癌	864	890	915	939	962	987	1,015	1,045	1,082	1,121	1,156	1,191	1,225	1,259
肝癌	489	501	514	526	540	554	568	582	597	612	631	648	665	682
胃癌	455	469	482	496	509	521	539	554	569	584	601	618	637	657
结直肠癌	411	424	437	450	462	475	489	504	519	535	551	567	584	601
乳腺癌	300	306	312	318	323	327	332	337	341	346	351	356	361	366
食道癌	285	294	302	310	319	327	339	349	359	370	381	393	404	417
脑癌、中枢神经系统	109	111	113	115	118	120	122	124	126	128	130	132	135	137
宫颈癌	107	109	111	112	114	115	116	118	119	120	120	121	122	122
胰腺癌	101	105	107	110	113	116	119	123	126	130	134	138	143	147
非霍奇金淋巴瘤	82	84	85	87	89	90	92	94	96	98	100	102	104	106
鼻咽癌	48	49	49	50	51	51	52	53	54	54	55	56	57	57
霍奇金淋巴瘤	6	6	6	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7
其他	939	975	1,008	1,041	1,070	1,093	1,090	1,078	1,045	1,035	1,052	1,087	1,137	1,201
<b>合计</b>	<b>4,195</b>	<b>4,321</b>	<b>4,442</b>	<b>4,560</b>	<b>4,674</b>	<b>4,781</b>	<b>4,877</b>	<b>4,965</b>	<b>5,039</b>	<b>5,140</b>	<b>5,268</b>	<b>5,416</b>	<b>5,578</b>	<b>5,757</b>

来源：Frost&Sullivan, 中泰国际研究部预测

根据中国国家肿瘤专业质控中心的报告，随着体检与癌症筛查的普及以及诊疗能力的提升，中国的癌症病人五年生存率已经从 2009 年的 30.9% 提升至 2019 年的 40.5%，但是与美国的 67.1% 仍有差距。预计中国到 2022 年和 2030 年癌症五年生存率分别提高到 43.3% 和 46.6%，因此我们认为政府将继续普及早期筛查，癌症的早期治疗率与因此带来的治疗需求将不断提升。我们看好的肿瘤药主要包括分子靶向性药物、用于肿瘤免疫疗法的 PD-1/PD-L1 抑制剂、目前尚处于研究阶段的双特异性抗体（双抗）、CAGR-T 等先进疗法、抗偶联体药物（ADC）、融合蛋白等，但是在香港上市的企业中目前相对成熟的为分子靶向性药物和 PD-1/PD-L1 抑制剂，因此我们建议主要关注这类企业。

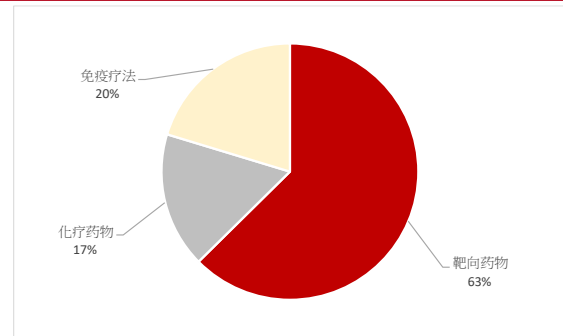
**中国市场靶向药物需求还有很大提升空间。**传统肿瘤治疗以手术与化疗为主，主要是通过抑制癌细胞增殖和诱导癌细胞凋亡，从而消灭癌细胞。细胞毒性药物在杀死癌细胞的同时容易损伤正常细胞，因此分子靶向性药物及单克隆抗体等生物药已经逐渐成为肿瘤药物的主力。目前来看，2019 年中国的肿瘤药物销售收入中靶向性药物约占 23.4%，远低于全球平均水平，因此我们认为靶向性药物销售收入提升空间很大。

图表 20：2019 年中国肿瘤药物销售收入分布



来源:Frost&Sullivan, 中泰国际研究部

图表 21：2019 年全球肿瘤药物销售收入分布



来源:Frost&Sullivan, 中泰国际研究部

**肿瘤免疫疗法药物需求将不断提升。**如前文所示，2019 年肿瘤免疫疗法仅占中国肿瘤药销售收入的约 4%，而在全球的市占率却达到约 20%，已经成为癌症药物的重要组成部分，根据北京大学肿瘤医院于 2020 年 5 月发布的全球肿瘤快讯，2019 年销售额全球排名前 25 位的肿瘤药中，共有五种 PD-1/PD-L1 抑制剂，总销售金额占比达约 22.2%，其中两个全球最畅销的肿瘤免疫药物 PD-1/PD-L1 抑制剂位列前十。由于免疫疗法的安全性较高，在部分适应症的治疗方面疗效已经被广为认可，而且 PD-1/PD-L1 抑制剂等可以与化疗联合使用，广谱性很强，因此我们认为需求空间仍然很大。

图表 22：主要肿瘤治疗方法

治疗方法	优点	缺点
手术	<ul style="list-style-type: none"> <li>对某些适应症有效</li> <li>切除病灶改善患者生活质量</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>对转移性癌症无效</li> </ul>
放疗/化疗	<ul style="list-style-type: none"> <li>费用较低</li> <li>适用范围广阔，对多种癌症有效</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>容易杀伤正常细胞，副作用严重</li> </ul>
分子靶靶治疗 (如单抗)	<ul style="list-style-type: none"> <li>安全性较高</li> <li>对部分适应症疗效较好</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>费用较高</li> <li>使用的适应症相对有限</li> <li>容易产生抗药性</li> </ul>
免疫治疗	<ul style="list-style-type: none"> <li>安全性较高，对人体伤害较小</li> <li>对部分适应症疗效已被广为认可</li> <li>可以联合化疗使用，因此广谱性很强</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>费用较高</li> <li>推出时间不长，对副作用可能未全部认知</li> </ul>

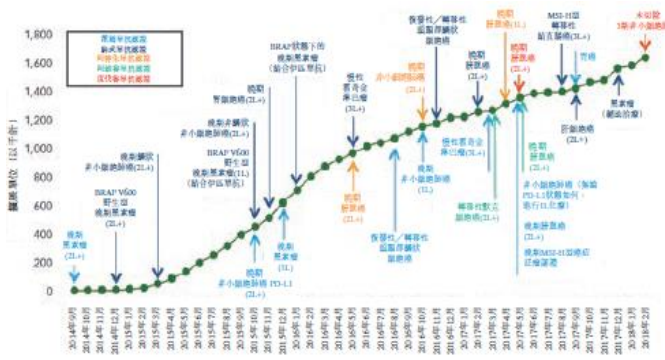
来源：中泰国际研究部

最常使用的肿瘤免疫治疗抗体疗法为抗 PD-1/PD-L1 抑制剂及 CTLA-4 单克隆抗体。如下图 23 所示，美国市场使用 PD-1/PD-L1 抑制剂疗效已经被广为证明，而且安全性也比较高，因此在全球来说已经成为广为认可的肿瘤免疫治疗药物。PD-1/PD-L1 抑制剂的主要工作是通过阻断 PD-1 与 PD-L1 的结合，激活具备免疫功能的 T 淋巴细胞功能，从而达到帮助 T 细胞杀死癌细胞的目的。

**中国市场 PD-1/PD-L1 制剂需求方兴未艾，增长空间很大。**由于 PD-1/PD-L1 抑制剂可以与化疗联合使用，因此对靶点本身的表达率并没有很高的要求，因此很多适用于化疗的癌症都能用，因此广谱性非常强。近年来主要产品 Keytruda 和 Opdivo 在美国已经获批使用于肺癌、黑色素瘤、头颈部鳞状细胞癌、淋巴瘤、尿路上皮癌、结直肠癌、肝细胞癌等。临床试验结果证明，使用 PD-1/PD-L1 抑制剂能有效延长非小细胞肺癌、肾细胞癌、黑色素瘤等许多癌症晚期患者的生存期。随着肿瘤适应症的扩大与市场认知度的提升，在美国使用 PD-1/PD-L1 治疗的人数迅速增长。根据 IQVIA 统计，美国在转移性非小细胞肺癌、转移性黑色素瘤、转移性肾细胞癌等癌症的治疗中，将 PD-1/PD-L1 抑制剂用于一线治疗的比例于 2015-18 年逐年提升。从美国市场的情况来看，PD-1/PD-L1 已经广泛使用于多种癌症，而且目前已经逐步开始使用于早期治疗。根据 IQVIA 统计，2014-18 年期间使用 PD-1/PD-L1 抑制剂治疗的

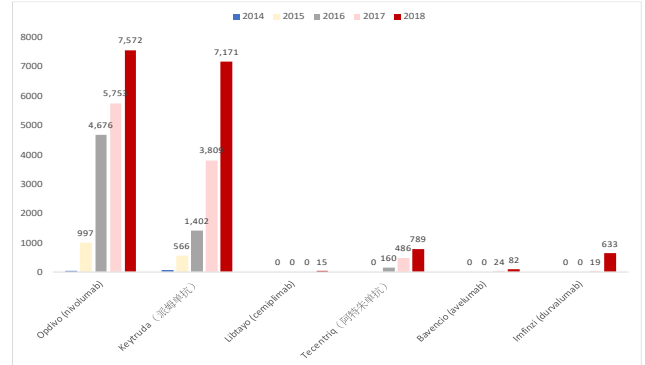
患者数量从约 2,400 人增加到约 21.2 万人，而美国癌症协会估计 2018 年全美新发癌症病例总数为约 170 万人，因此使用 PD-1/PD-L1 抑制剂的患者人数占癌症新发病例人数的 12.2%。从全球范围来看，根据 Frost&Sullivan 统计，PD-1/PD-L1 的全球销售额也从 2014 年的约 7,500 万美元增加到约 147.6 亿美元，市场认可度也越来越高。

图表 23: PD-1/PD-L1 抑制剂在美国市场适应症获批情况



来源: Frost&Sullivan, 中泰国际研究部

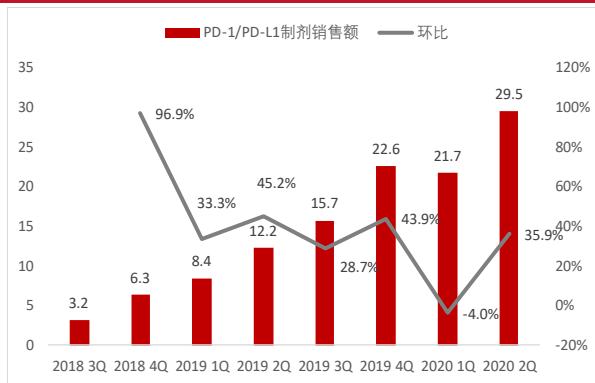
图表 24: 2019 年全球肿瘤药物销售收入分布



来源: IQVIA, 中泰国际研究部

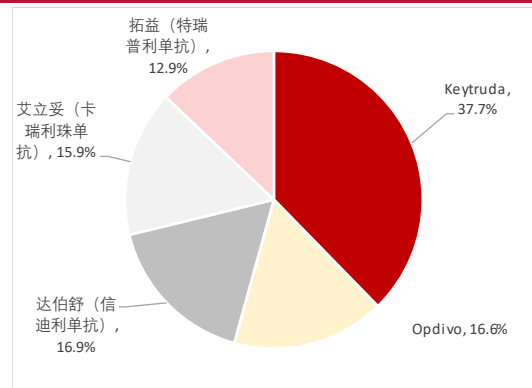
从中国市场的情况来看，由于 PD-1/PD-L1 抑制剂 2018 年底才上市，根据我们的测算，目前中国 PD-1 抑制剂的市场渗透率低于 5%，远低于美国 2018 年的水平，但是 PD-1/PD-L1 抑制剂的销售却在迅速增长，而且参照美国等国家的情况看，我们认为 PD-1/PD-L1 抑制剂的市场空间很大。未来而言，参与 PD-1/PD-L1 抑制剂生产的企业会越来越多，但是由于产品售价较 2018-19 年将会有大幅下降，因此对于后进入的中小型企业来说很难在竞争中长期生存，我们看好 PD-1/PD-L1 抑制剂的头部生产商。

图表 25: 中国市场 PD-1/PD-L1 抑制剂销售额



来源: IQVIA, 中泰国际研究部

图表 26: 中国市场 PD-1/PD-L1 抑制剂市场份额



来源: 灼焱咨询, 中泰国际研究部

我们仍然看好早前推荐的信达生物 (1801 HK)，公司产品 2018 年底上市，并于 2019 年进入国家医保目录后已经在医院建立广泛销售网络和品牌知名度，而且公司产品达伯舒临床数据优异，目前在非小细胞肺癌、肝癌、食管癌的临床试验方面均已达到主要研究终点，其中非小细胞肺癌的上市申请已获受理，在适应症申请方面处于国内企业领先地位。

除信达生物以外，我们将关注 2020 年新版医保目录谈判情况，新进医保的品种销量将大幅提升。从目前的情况看，我们认为恒瑞医药 (600276 CH) 的卡瑞利珠单抗入选可能性很高，而对于君实与百济而言，如能入选将提升销售量

## 重点公司推荐(一): 药明康德 (2359 HK)

### 中国业务将继续引领业绩快速增长

随着国内疫情的缓和，公司在中国进行的业务二季度起全面复苏。中国实验室 1-3 季度收入同比增长 30.9% 至约 61.2 亿人民币，而合同研发生产服务（CDMO）业务收入则同比增长 36.5% 至约 37.1 亿人民币。分单季看，以上两项业务在 3 季度收入分别同比增长 38.9% 与 54.9%，下半年全面加速。中国业务引领公司 2020 年 1-3 季度营业收入同比增长 27.3% 至约 118.1 亿人民币，反映核心业务盈利的经调整 Non-IFRS 股东净利润同比增长 34.4% 至约 24.8 亿人民币。公司“长尾战略”非常成功，2020 年 1-3 季度新获得 900 多个客户，而来自“长尾”客户与中国客户的收入同比增长 28.4% 至约 79.4 亿人民币，CDMO 板块的项目总数从 2019 年底的接近 1,000 个增加到 1,100 多个。由于全球疫情肆虐严重，我们预计未来将有更多客户将订单转给中国 CXO 行业龙头。药明康德业务是全球领先的 CXO 行业龙头，提供全方位一站式小分子化药研发与生产外包服务，并且涵盖细胞与基因疗法等新技术研发外包服务，我们认为在新冠疫情肆虐中，公司有能力获得更多订单。

### 新业务领域蓬勃发展

公司早前公布在抗体偶联物（ADC）领域与基因治疗领域达成新合作。公司旗下合全药业与药明生物（2269 HK）将和德国公司 Tubulis 共同进行 ADC 研发，首个项目将针对淋巴瘤。ADC 由单克隆抗体、具高度细胞毒性的分子实体及化学连接器组成。由于 ADC 同时具备单克隆抗体的高靶向性与化药细胞毒性的特点，因此近年来的研发需求不断提升，如公司的研发进展顺利，未来将获得更多相关订单。除此以外，公司早前还宣布与基因治疗公司 ViGeneron 达成战略合作，将致力于研究解决填补眼科疾病治疗需求的空白，为 ViGeneron 新一代眼科基因治疗产品 VG901 提供临床开发阶段的生产服务，助力客户加速创新疗法的研发进程。

### 重申“增持”评级并上调目标价至 160.1 港元

我们维持早前盈利预测，但是将 DCF 模型切换至 2021-30E。由于 2020 年上半年公司受新冠疫情的冲击，因此 2021 年业绩增速将加快，而且公司最近达成合作的 ADC 与眼科基因等都是广受关注的新兴领域，这些领域的研发需求持续增长。公司在这些方面的拓展有利于将来在这些领域获得更多订单。公司股价对应 75.0 倍 2021E PER，低于 CXO 行业可比龙头平均，我们将目标价从 135.6 港元提升至 160.1 港元，以反映公司高于预期的新业务获得能力和人民币汇率上涨的因素。

图表 27: 药明康德 (2359 HK) 财务预测 (估值更新于 2020 年 12 月 24 日)

百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	9,614	12,872	16,507	21,713	27,493
增长率	23.8	33.9	28.2	31.5	26.6
股东净利润	2,261	1,855	3,126	3,675	4,660
增长率	84.2	(18.0)	68.6	17.6	26.8
每股盈利 (人民币)	1.59	1.14	1.61	1.59	2.02
市盈率	74.9	104.8	74.2	75.0	59.2
每股股息 (人民币)	0.5	0.3	0.4	0.5	0.6
股息率 (%)	0.40	0.29	0.34	0.40	0.51
每股净资产 (人民币)	4.7	11.1	7.5	8.7	9.9
市净率	25.1	10.7	15.8	13.8	12.1

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 28: 药明康德 (2359 HK) 财务预测 (百万人民币, 12 月 31 日年结)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>						<b>现金流量表</b>					
<b>营业收入</b>	<b>9,614</b>	<b>12,872</b>	<b>16,507</b>	<b>21,713</b>	<b>27,493</b>	税前利润	2,581	2,337	3,657	4,546	5,765
中国区实验室服务	5,113	6,473	8,449	11,059	13,935	折旧及摊销	645	963	1,185	1,361	1,581
美国区实验室服务	1,204	1,563	1,678	2,120	2,552	营运资金变动	(794)	(755)	(496)	(1,498)	(496)
临床研究及其他 CRO	585	1,063	1,138	1,284	1,669	已付利息	92	128	229	319	358
CMO/CDMO 服务	2,699	3,752	5,226	7,232	9,317	已付税款	(301)	(411)	(511)	(828)	(1,050)
其他	13	21	17	18	20	其他	(697)	267	430	594	345
服务成本	(5,837)	(7,866)	(10,314)	(13,069)	(16,545)	<b>经营业务净现金</b>	<b>1,526</b>	<b>2,529</b>	<b>4,495</b>	<b>4,496</b>	<b>6,503</b>
<b>毛利</b>	<b>3,777</b>	<b>5,006</b>	<b>6,193</b>	<b>8,644</b>	<b>10,948</b>	资本开支	(2,245)	(2,538)	(2,600)	(2,947)	(3,698)
其他收入与收益	746	17	951	230	232	其他	(2,917)	(2,050)	86	78	56
SG&A	(1,490)	(1,948)	(2,492)	(3,083)	(3,904)	<b>投资活动净现金</b>	<b>(5,162)</b>	<b>(4,588)</b>	<b>(2,514)</b>	<b>(2,869)</b>	<b>(3,642)</b>
研发开支	(437)	(590)	(704)	(869)	(1,100)	净新增借款	(1,518)	2,431	552	312	344
<b>经营溢利</b>	<b>2,596</b>	<b>2,486</b>	<b>3,947</b>	<b>4,923</b>	<b>6,176</b>	股息分派	(19)	(679)	(556)	(938)	(1,103)
财务成本	(92)	(128)	(229)	(319)	(358)	发行 A 股所得款项	2,251	0	0	0	0
联合合营损益	77	(21)	(61)	(57)	(54)	发行 H 股所得款项	6,970	0	0	0	0
除税前利润	2,581	2,337	3,657	4,546	5,765	发行可转债所得款	0	2,079	0	0	0
所得税开支	(247)	(426)	(511)	(828)	(1,050)	其他	(699)	(2,274)	(288)	(317)	(338)
年度利润	2,334	1,911	3,147	3,719	4,715	融资活动净现金	6,984	1,558	(293)	(943)	(1,097)
非控股权益	73	57	21	43	55	年初现金	2,466	5,758	5,223	6,912	7,596
<b>股东净利润</b>	<b>2,261</b>	<b>1,855</b>	<b>3,126</b>	<b>3,675</b>	<b>4,660</b>	现金增加净额	3,348	(501)	1,688	684	1,764
<b>Non IFRS 经调整净利</b>	<b>1,742</b>	<b>2,407</b>	<b>3,233</b>	<b>4,283</b>	<b>5,264</b>	汇率变动影响净额	(56)	(33)	0	0	0
EBITDA	3,318	3,428	5,072	6,227	7,704	<b>年末现金</b>	<b>5,758</b>	<b>5,223</b>	<b>6,912</b>	<b>7,596</b>	<b>9,359</b>
EBIT	2,673	2,465	3,887	4,866	6,123						
<b>资产负债表</b>						<b>重要指标</b>					
<b>流动资产</b>	<b>11,813</b>	<b>12,663</b>	<b>15,291</b>	<b>18,279</b>	<b>21,483</b>	增长率 (%)					
存货	855	1,208	1,471	1,924	2,374	收入	23.8	33.9	28.2	31.5	26.6
合约成本	98	180	180	180	180	毛利	16.6	32.5	23.7	39.6	26.6
生物资产	0	354	429	505	581	经营溢利	53.7	(4.3)	58.8	24.7	25.5
应收账款	2,499	3,556	4,046	5,657	6,393	股东净利润	84.2	(18.0)	68.6	17.6	26.8
现金	5,758	5,223	6,912	7,596	9,359						
其他流动资产	2,604	2,141	2,254	2,417	2,597	<b>盈利能力 (%)</b>					
<b>非流动资产</b>	<b>10,854</b>	<b>16,576</b>	<b>18,000</b>	<b>19,628</b>	<b>21,788</b>	毛利率	39.3	38.9	37.5	39.8	39.8
物业、厂房及设备	6,058	7,666	9,222	10,927	13,143	净利润率	23.5	14.4	18.9	16.9	16.9
商誉	1,144	1,362	1,362	1,362	1,362	EBIT 利润率	27.8	19.1	23.5	22.4	22.3
其他无形资产	348	496	424	352	280	EBITDA 利润率	34.5	26.6	30.7	28.7	28.0
生物资产	0	360	510	659	806						
使用权资产	0	1,564	1,387	1,231	1,095	净负债率 (%)		净现金	净现金	净现金	净现金
其他非流动资产	3,305	5,127	5,095	5,098	5,101						
<b>总资产</b>	<b>22,667</b>	<b>29,239</b>	<b>33,291</b>	<b>37,907</b>	<b>43,271</b>	<b>其他</b>					
<b>流动负债</b>	<b>3,762</b>	<b>6,634</b>	<b>7,946</b>	<b>9,400</b>	<b>10,908</b>	有效税率 (%)	9.6	18.2	14.0	18.2	18.2
应付账款	2,611	3,393	3,698	4,332	5,013	派息比率 (%)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
借款	120	1,810	2,324	2,556	2,812	ROAE (%)	18.2	10.4	16.7	17.2	19.0
合约负债	682	897	1,180	1,494	1,899	ROAA (%)	12.8	7.1	10.0	10.3	11.5
其他流动负债	350	535	745	1,017	1,184	存货周转率 (天)	47.0	47.9	47.4	47.4	47.4
<b>非流动负债</b>	<b>740</b>	<b>5,195</b>	<b>5,344</b>	<b>5,727</b>	<b>5,970</b>	应收帐周转率 (天)	64.3	69.6	69.6	69.6	69.6
借款	15	762	801	881	969	应付帐周转率 (天)	22.3	22.1	22.1	22.1	22.1
其他非流动负债	725	4,433	4,544	4,846	5,002						
<b>总负债</b>	<b>4,502</b>	<b>11,829</b>	<b>13,291</b>	<b>15,126</b>	<b>16,878</b>						
股本	1,165	1,651	2,312	2,312	2,312						
储备	16,523	15,661	17,570	20,308	23,865						
股东权益	17,688	17,312	19,882	22,619	26,176						
非控股权益	477	97	118	162	217						
<b>总权益</b>	<b>18,165</b>	<b>17,410</b>	<b>20,000</b>	<b>22,781</b>	<b>26,393</b>						
净现金 (净负债)	5,623	2,651	3,787	4,159	5,579						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测



图表 29: DCF 模型 (12 月 31 日年结, 百万人民币)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>EBIT</b>	<b>4,866</b>	<b>6,123</b>	<b>7,783</b>	<b>9,923</b>	<b>12,652</b>	<b>16,125</b>	<b>20,553</b>	<b>25,280</b>	<b>29,830</b>	<b>36,095</b>
加: 折旧及摊销	1,361	1,581	1,802	1,998	2,293	2,598	3,104	3,818	4,505	4,595
减: 税费	(828)	(1,050)	(1,227)	(1,564)	(1,995)	(2,542)	(3,240)	(3,985)	(4,703)	(5,690)
营运资本变动	(1,498)	(496)	(594)	(757)	(966)	(1,231)	(1,569)	(1,930)	(2,277)	(3,080)
资本开支	(2,947)	(3,698)	(4,019)	(4,456)	(5,113)	(5,793)	(6,922)	(8,514)	(10,046)	(10,211)
自由现金流	3,950	3,452	4,933	6,659	8,803	11,619	15,064	18,528	21,864	27,868
税后债务成本	3.2%									
无风险利率	3.3%									
风险溢价	8.0%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	10.9%									
目标股权比例	60.1%									
目标债务比例	39.9%									
加权平均资本成本	7.8%									
永续增长率	5.0%									
股权价值 (百万港币)	370,134									
每股内涵价值 (港币)	160.1									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 30: 每股股权价格敏感性分析 (单位: 港元)

	永续增长率					
	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%
	167.9	193.8	232.6	296.8	424.2	796.7
	145.7	<b>164.5</b>	<b>191.3</b>	<b>232.2</b>	302.6	452.2
<b>WACC</b>	127.3	<b>141.2</b>	<b>160.1</b>	<b>187.4</b>	230.0	305.9
	112.6	<b>123.1</b>	<b>137.0</b>	<b>156.1</b>	183.9	228.5
	100.1	108.2	118.5	132.1	151.0	179.1

来源: 中泰国际研究部预测

## 重点公司推荐(二)：信达生物(1801 HK)

### 国内 PD-1/PD-L1 抑制剂领域先驱者，将受益于需求的快速提升

公司是国内肿瘤免疫疗法 PD-1/PD-L1 抑制剂领域的先驱者，其首款商业化产品达伯舒是中国第一个进入国家医保目录的 PD-1/PD-L1 抑制剂，2018 年底上市后销售突飞猛进，我们预计达伯舒 2020 年销售收入将达约 22.8 亿人民币。肿瘤免疫疗法对患者副作用较小，PD-1/PD-L1 抑制剂在以美国为代表的国际市场获得广泛认可，2018 年进入中国市场后渗透率迅速提升，未来需求空间巨大。达伯舒临床数据优异，目前在非小细胞肺癌、肝癌、食管癌的临床试验方面均已达到主要研究终点，其中非小细胞肺癌的上市申请已获受理。在国内 PD-1/PD-L1 抑制剂市场，达伯舒在新适应症的临床试验进度方面处于领先地位，这些适应症正式获批后，会有更多的医疗机构与医生使用。我们预计达伯舒 2019-22E 销售金额 CAGR 将高达 50.8%，长远看也将维持快速增长。

### 四大核心产品引领收入迈向爆发性增长期，后续研发管线非常强大

除达伯舒以外，公司其他三大生物类似药贝伐珠单抗达蓓同、达伯华与苏立信也于近期相继获批上市。达蓓同与达伯华分别贝伐珠单抗与利妥昔单抗的生物类似药，二者均为抗肿瘤药物全球销售排名前十。而苏立信属于在自身免疫系统疾病中广泛使用的阿达木单抗生物类似药。临床试验证明达蓓同与达伯华在疗效方面与原研药差别不大，预计两种产品上市后将迅速放量，2021E-29E 销售收入将分别达 31.2%与 26.7%。自身免疫系统药物苏立信在类风湿关节炎等疾病治疗方面拥有广阔空间，近期又有两项适应症获批，用于治疗儿童板块银屑病和成人非感染性葡萄膜炎，表明很受国家药监局认可，预计 2021-29E CAGR 为 21.4%。除已经获批的四种药物外，公司还有 19 个在研产品，主要涵盖肿瘤与新陈代谢及自身免疫等广受市场关注的领域，研发管线非常强大，随着产品的获批上市将逐步增厚公司业绩。

### 医保谈判不明朗因素基本消除，重申“买入”评级并上调目标价

我们于 11 月 10 日发出的首次覆盖报告中指出，预计于 12 月举办的医保目录谈判中竞争对手可能通过谈判降价进入医保目录，因此建议谈判落地后介入。医保谈判已经于 12 月 16 日结束，恒瑞、君实与百济的产品悉数入选，而进口产品则没有入选。国家医保局没有公布入选产品的价格情况，但是从市场传闻与从谈判日至今的股价看，我们估计其他产品超预期降价可能性不大，我们认为医保谈判的不明朗因素基本消除。我们早前考虑到谈判的不明朗因素，在目标价方面做了保守设定。我们维持原有盈利预测，将 DCF 模型调整至 2021-30E，将贝塔系数假设轻微下调至 0.91，目标价从 69.4 港元上调至 86.9 港元。

图表 31：信达生物（1801 HK）财务预测（估值更新于 2020 年 12 月 23 日）

百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	9	1,048	2,461	3,498	4,896
增长率 (%)	(4,887.8)	1,095,334.0	13,496.5	4,211.0	3,996.4
股东净亏损	(5,771)	(1,720)	(1,671)	(1,039)	(470)
增长率 (%)	926.4	(70.2)	(2.8)	(37.8)	(54.7)
每股基本盈利 (人民币)	(17.24)	(1.46)	(1.26)	(0.77)	(0.35)
市盈率	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
每股股息 (人民币)	0	0	0	0	0
股息率	0	0	0	0	0
每股净资产 (人民币)	3.64	3.77	5.65	4.88	4.53
市净率	16.9	16.3	10.9	12.6	13.6

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 32: 信达生物 (1801 HK) 财务预测 (12 月 31 日年结, 百万人民币)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12 月 31 日年结, 百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>											
<b>收入</b>	<b>9</b>	<b>1,048</b>	<b>2,461</b>	<b>3,498</b>	<b>4,896</b>	<b>税前利润</b>	<b>(5,873)</b>	<b>(1,720)</b>	<b>(1,668)</b>	<b>(1,039)</b>	<b>(470)</b>
授权费收入	0	28	133	146	161	折旧及摊销	63	86	136	163	189
医药产品销售收入	0	1,016	2,328	3,352	4,735	营运资金变动	418	(141)	567	88	(444)
研发服务费收入	9	4	0	0	0	利息收入	4	(78)	(47)	(22)	89
销售成本	0	(125)	(453)	(589)	(772)	已付税款	0	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>9</b>	<b>923</b>	<b>2,008</b>	<b>2,909</b>	<b>4,124</b>	其他	4,376	175	(55)	148	5
其他收入	94	144	40	113	14	<b>经营业务现金净额</b>	<b>(1,012)</b>	<b>(1,678)</b>	<b>(1,068)</b>	<b>(663)</b>	<b>(632)</b>
其他收益及亏损	(4,272)	15	98	0	0	购买厂房及设备	(313)	(366)	(369)	(376)	(384)
研发开支	(1,222)	(1,295)	(1,916)	(1,812)	(1,762)	其他	1,168	(2,203)	(937)	72	(29)
销售及推广开支	(136)	(1,192)	(1,037)	(1,329)	(1,784)	<b>投资活动现金净额</b>	<b>855</b>	<b>(2,569)</b>	<b>(1,305)</b>	<b>(304)</b>	<b>(413)</b>
行政开支	(220)	(255)	(438)	(525)	(587)	净新增借款	282	33	165	198	238
特许权使用款项及其他相关付款	0	0	(335)	(280)	(349)	发行股份	3,371	2,169	4,547	0	0
上市开支	(57)	0	0	0	0	股息分派	0	0	0	0	0
融资成本	(69)	(59)	(87)	(116)	(126)	其他	781	(93)	(179)	(155)	(179)
<b>除税前亏损</b>	<b>(5,873)</b>	<b>(1,720)</b>	<b>(1,668)</b>	<b>(1,039)</b>	<b>(470)</b>	<b>融资活动现金净额</b>	<b>4,434</b>	<b>2,109</b>	<b>4,533</b>	<b>43</b>	<b>59</b>
所得税	0	0	(4)	0	0	年初现金	184	4,525	2,426	4,586	3,662
年内溢利	(5,873)	(1,720)	(1,671)	(1,039)	(470)	现金增加净额	4,277	(2,124)	2,160	(924)	(985)
非控股权益	(101)	0	0	0	0	汇率变动影响净额	64	25	0	0	0
<b>股东净利润</b>	<b>(5,771)</b>	<b>(1,720)</b>	<b>(1,671)</b>	<b>(1,039)</b>	<b>(470)</b>	<b>年末现金</b>	<b>4,525</b>	<b>2,426</b>	<b>4,586</b>	<b>3,662</b>	<b>2,677</b>
<b>经调整股东净利润</b>						<b>重要指标</b>					
EBIT	(1,495)	(1,778)	(1,678)	(995)	(315)	增长率 (%)					
EBITDA	(1,433)	(1,692)	(1,543)	(832)	(126)	收入	(48.9)	10,953.3	135.0	42.1	40.0
<b>资产负债表</b>						毛利	(48.9)	9,635.6	117.6	44.9	41.8
存货	66	359	1,183	820	1,806	股东净亏损	926.4	(70.2)	(2.8)	(37.8)	(54.7)
应收账款	0	248	9	484	650	盈利能力 (%)					
现金	4,525	2,426	4,586	3,662	2,677	毛利率	100.0%	88.1%	81.6%	83.2%	84.2%
其他	95	2,423	3,432	3,530	3,647	净利润率	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损
<b>流动资产</b>	<b>4,686</b>	<b>5,455</b>	<b>9,210</b>	<b>8,495</b>	<b>8,780</b>	EBIT 利润率	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损
物业、厂房及设备	1,078	1,345	1,332	1,550	1,745	EBITDA 利润率	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损
无形资产及商誉	0	0	0	0	0	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
其他非流动资产	348	430	1,119	1,367	1,717	其他					
<b>非流动资产</b>	<b>1,426</b>	<b>1,775</b>	<b>2,451</b>	<b>2,917</b>	<b>3,462</b>	有效税率 (%)	0	0	0	0	0
<b>总资产</b>	<b>6,113</b>	<b>7,231</b>	<b>11,661</b>	<b>11,412</b>	<b>12,242</b>	ROAE (%)	-448.7%	-38.4%	-27.1%	-14.7%	-7.5%
贸易应付款项	43	84	377	222	564	ROAA (%)	-134.7%	-25.8%	-17.7%	-9.0%	-4.0%
短期借款	10	17	20	24	29	存货周转率 (天)	不适用	621	621	621	621
其他流动负债	618	942	1,832	2,241	2,682	应收帐周转率 (天)	不适用	83	83	83	83
流动负债	670	1,044	2,229	2,488	3,275	应付帐周转率 (天)	532	186	186	186	186
长期借款	782	808	970	1,164	1,396						
其他非流动负债	466	623	874	1,213	1,493						
<b>非流动负债</b>	<b>1,248</b>	<b>1,431</b>	<b>1,844</b>	<b>2,376</b>	<b>2,889</b>						
<b>总负债</b>	<b>1,918</b>	<b>2,474</b>	<b>4,073</b>	<b>4,864</b>	<b>6,164</b>						
股东权益	4,194	4,756	7,587	6,548	6,078						
非控股权益	0	0	0	0	0						
<b>总权益</b>	<b>4,194</b>	<b>4,756</b>	<b>7,587</b>	<b>6,548</b>	<b>6,078</b>						
净现金/(负债)	(3,733)	(1,601)	(3,596)	(2,474)	(1,251)						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 33: DCF 模型 (12 月 31 日年结, 百万人民币)

年结: 12月31日, 百万人民币	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	(995)	(315)	509	1,246	2,199	3,025	4,086	5,228	6,239.98	6,774
加: 折旧及摊销	163	189	217	246	276	310	343	377	411	445
减: 税费	0	0	(56)	(166)	(330)	(454)	(613)	(784)	(936.00)	(1,016.17)
资本开支	(376)	(384)	(391)	(411)	(415)	(419)	(420)	(421)	(422)	(431)
营运资本变动	88	(444)	704	(869)	(1,117)	(1,288)	(1,472)	(1,708)	(1,901)	(2,135)
<b>自由现金流</b>	<b>(1,296)</b>	<b>(65)</b>	<b>(425)</b>	<b>1,784</b>	<b>2,847</b>	<b>3,750</b>	<b>4,868</b>	<b>6,108</b>	<b>7,194</b>	<b>7,907</b>
税后债务成本	3.8%									
无风险利率	3.3%									
风险溢价	8.0%									
贝塔系数	0.91									
权益成本	10.6%									
WACC	8.2%									
永续增长	6%									
终值	168,220									
终值的现值	82,587									
预期现金流总和	13,540									
企业价值	96,127									
净现金 (净负债)	<b>2473.8</b>									
少数股东权益	0									
股权价值 (港币)	116,715									
每股内涵价值	86.9									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 34: 每股股权价格敏感性分析 (单位: 港元)

		永续增长率				
		5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
WACC	7.4%	90.5	110.6	144.9	216.3	456.2
	7.8%	75.5	89.1	110.1	147.1	229.5
	8.2%	63.9	73.3	86.9	108.4	147.5
	8.6%	55.0	61.8	71.1	84.9	107.1
	9.1%	47.7	52.7	59.3	68.5	82.2

来源: 中泰国际研究部预测

## 重点公司推荐(三) 石药集团(1093 HK)

### 新冠疫情中业绩保持稳健增长

公司在疫情中业绩表现稳健，属于制药板块中业绩复苏较快的公司。2020 年前三季度营业收入同比增长 14.6% 至 192.2 亿人民币，毛利同比增长 21.6% 至 144.5 亿，股东净利润则同比增长 25.1% 至 35.2 亿。分单季看，三季度收入同比增长 18.7% 至约 66.3 亿人民币，而股东净利润则同比增长 28.7% 至约 12 亿人民币，随着疫情的舒缓，三季度业绩已经回暖，预计四季度这种情况将持续。

### 新药研发快速推进，多个重磅创新药即将进入收获期

公司创新药研发快速推进。公司早前在美国血液年会中公布自主研发的创新药盐酸米托蒽醌脂质体治疗复发或难治外周 T 细胞淋巴瘤和结外 NK/T 细胞淋巴瘤的临床试验中表现出良好数据，该产品的客观缓解率（ORR）、完全缓解（CR）率及疾病控制率（DCR）分别为 40.7%、20.4% 及 69.4%。该产品的上市申请已于 2020 年 9 月被国家药监局纳入优先审评通道，我们预计将于 2021 年下半年获批上市。除此以外，市场关注的两性霉素 B 目前处于最后审批阶段，而重磅新药抗 RANKL 单克隆抗体（JMT103）也处于三期临床阶段，预计将于 2022-23 年上市，因此公司的研发管线将逐步迈入收获期。

### 恩必普降价因素落地，公司中期前景良好

根据国家医保局 12 月 28 日公布的医保谈判结果，恩必普胶囊与注射剂医保支付标准分别同比下降约 55.6% 与 51.3%，我们认为降幅属于预期内。根据 IQVIA 统计，上半年恩必普销售金额在医院用药中排名第二，是典型刚需型药物，我们认为降价将带动产品的销量。公司肿瘤药板块将维持快速增长，而在研产品上市也将逐渐稀释恩必普对公司业绩的影响，因此中期前景良好。

### 重申“买入”评级和 10.84 港元目标价

我们维持早前盈利预测，预计 2019-22E 股东净利润 CAGR 为 17%，目前股价对应 15.3 倍 2021E PER，我们认为估值有提升空间，建议医保谈判结果落地后介入。我们重申“买入”评级和 10.84 港元目标价，对应 21.8 倍 2021E PER。

图表 35：石药集团（1093 HK）财务预测（估值更新于 2020 年 12 月 24 日）

百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	17,717	22,103	26,191	30,967	36,286
增长率	30.4	24.8	18.5	18.2	17.2
股东净利润	3,081	3,714	4,623	5,024	5,947
增长率	28.2	20.6	24.5	8.7	18.4
每股盈利(人民币)	0.49	0.60	0.59	0.42	0.50
市盈率	13.0	10.7	10.9	15.3	12.9
每股股息(人民币)	0.13	0.18	0.18	0.13	0.15
股息率(%)	2.0	2.8	2.8	2.0	2.3
每股净资产(人民币)	2.5	3.1	1.9	2.2	2.6
市净率	2.6	2.0	3.3	2.9	2.4

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 36: 石药集团 (1093 HK) 财务预测 (12 月 31 日年结, 百万人民币)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>	<b>17,717</b>	<b>22,103</b>	<b>26,191</b>	<b>30,967</b>	<b>36,286</b>	<b>税前利润</b>	3,792	4,626	5,860	6,368	7,536
成药	13,503	17,937	21,706	26,066	31,128	折旧及摊销	630	692	873	1,060	1,280
咖啡因及其他	1,343	1,366	1,584	1,668	1,786	已付税款	(636)	(867)	(1,151)	(1,230)	(1,456)
维生素 C	1,784	1,922	1,958	2,306	2,399	其他	(147)	(215)	11	41	92
抗生素	1,087	879	942	927	973	<b>经营业务现金净额</b>	3,795	3,784	4,764	6,061	7,052
销售成本	(5,979)	(6,192)	(6,429)	(7,362)	(8,651)	购买厂房及设备	(1,666)	(1,873)	(2,562)	(3,029)	(3,549)
<b>毛利</b>	<b>11,737</b>	<b>15,911</b>	<b>19,762</b>	<b>23,605</b>	<b>27,635</b>	其他	(1,962)	(584)	56	65	66
其它收入	140	244	247	278	331	<b>投资活动现金净额</b>	(3,628)	(2,457)	(2,506)	(2,964)	(3,483)
其它收益或亏损净额	155	48	(27)	155	181	净新增借款	(783)	(48)	2	3	3
销售及分销费用	(6,185)	(8,712)	(10,210)	(12,696)	(14,877)	发行股份	0	0	0	0	0
行政费用	(657)	(749)	(1,031)	(1,239)	(1,451)	股息分派	(783)	(965)	(1,114)	(1,387)	(1,507)
研发开支	(1,342)	(2,000)	(3,123)	(3,652)	(4,173)	其他	1,414	(5)	0	0	1
其它费用	(26)	(142)	(70)	(67)	(79)	<b>融资活动现金净额</b>	(151)	(1,546)	(1,112)	(1,384)	(1,504)
<b>经营溢利</b>	<b>3,823</b>	<b>4,600</b>	<b>5,548</b>	<b>6,383</b>	<b>7,567</b>	年初现金	4,317	4,336	4,118	5,265	6,977
财务费用	(74)	(32)	(11)	(41)	(58)	现金增加净额	16	(219)	1,146	1,713	2,066
应占合营企业业绩	44	58	39	39	39	汇率变动影响净额	3	1	0	0	0
应占联营企业业绩	0	0	(12)	(12)	(12)	年末现金	4,336	4,118	5,265	6,977	9,043
出售附属公司之收益	0	0	315	0	0						
视作售附属公司亏损	0	0	-19	0	0	<b>重要指标</b>					
<b>除税前溢利</b>	<b>3,792</b>	<b>4,626</b>	<b>5,860</b>	<b>6,368</b>	<b>7,536</b>	增长率 (%)					
所得税开支	(734)	(893)	(1,151)	(1,230)	(1,456)	收入	32.1	24.8	18.5	18.2	17.2
年度溢利	3,058	3,733	4,709	5,138	6,080	毛利	44.8	35.6	24.2	19.4	17.1
非控股权益	(22)	19	87	114	134	净利润	26.6	20.3	20.6	15.1	18.5
<b>股东净利润</b>	<b>3,081</b>	<b>3,714</b>	<b>4,623</b>	<b>5,024</b>	<b>5,947</b>	盈利能力 (%)					
EBITDA	4,453	5,292	6,421	7,444	8,847	毛利率	66.3	72.0	75.5	76.2	76.2
						净利润率	17.4	16.8	17.6	16.2	16.4
<b>资产负债表</b>						EBIT 利润率	21.6	20.8	21.2	20.6	20.9
存货	3,045	2,536	3,258	3,377	4,420	EBITDA 利润率	25.1	23.9	24.5	24.0	24.4
应收账款	2,065	2,259	2,864	3,193	3,905	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
现金	4,336	4,118	5,265	6,977	9,043	其他					
其他	4,358	4,784	5,023	5,281	5,561	有效税率 (%)	(19.8)	(19.3)	(19.3)	(19.6)	(19.3)
<b>流动资产</b>	<b>13,803</b>	<b>13,697</b>	<b>16,411</b>	<b>18,828</b>	<b>22,930</b>	派息比率 (%)	25.7	26.0	30.0	30.0	30.0
物业、厂房及设备	6,692	8,459	10,183	12,232	14,582	ROAE (%)	21.7	21.2	21.7	20.1	20.4
无形资产及商誉	948	1,325	1,302	1,282	1,262	ROAA (%)	14.9	15.0	16.2	15.3	15.5
其他非流动资产	1,773	2,838	2,748	2,829	2,911	存货周转率 (天)	143.1	167.1	164.5	164.5	164.5
<b>非流动资产</b>	<b>9,413</b>	<b>12,621</b>	<b>14,233</b>	<b>16,343</b>	<b>18,755</b>	应收帐周转率 (天)	37.2	35.7	35.7	35.7	35.7
<b>总资产</b>	<b>23,217</b>	<b>26,318</b>	<b>30,644</b>	<b>35,171</b>	<b>41,685</b>	应付帐周转率 (天)	87.4	80.5	80.5	80.5	80.5
贸易应付款项	1,619	1,111	1,724	1,522	2,292						
短期借款	71	23	25	28	31						
其他流动负债	5,557	5,103	5,308	6,281	7,447						
<b>流动负债</b>	<b>7,247</b>	<b>6,237</b>	<b>7,057</b>	<b>7,831</b>	<b>9,769</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	440	563	502	476	478						
<b>非流动负债</b>	<b>440</b>	<b>563</b>	<b>474</b>	<b>476</b>	<b>478</b>						
<b>总负债</b>	<b>7,687</b>	<b>6,800</b>	<b>7,531</b>	<b>8,307</b>	<b>10,247</b>						
股东权益	15,052	18,462	21,970	25,608	30,047						
非控股权益	477	1,056	1,143	1,257	1,390						
<b>总权益</b>	<b>15,530</b>	<b>19,518</b>	<b>23,113</b>	<b>26,865</b>	<b>31,437</b>						
净现金/(负债)	4,265	4,095	5,239	6,950	9,013						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 37: DCF 模型 (12 月 31 日年结, 百万人民币)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>EBIT</b>	<b>6,383</b>	<b>7,567</b>	<b>9,009</b>	<b>11,126</b>	<b>13,684</b>	<b>16,558</b>	<b>20,974</b>	<b>24,120</b>	<b>27,738</b>	<b>31,399</b>
加: 折旧及摊销	1,060	1,242	1,452	1,793	2,205	2,669	3,122	3,591	4,129	4,674
减: 税费	(1,230)	(1,458)	(1,736)	(2,144)	(2,637)	(3,191)	(4,042)	(4,648)	(5,345)	(6,051)
营运资本变动	(138)	(161)	(189)	(233)	(287)	(347)	(406)	(467)	(537)	(607)
资本开支	(3,029)	(3,549)	(4,147)	(5,106)	(6,280)	(7,599)	(8,891)	(10,225)	(11,758)	(13,310)
自由现金流	3,322	3,964	4,766	5,902	7,259	8,783	11,569	13,304	15,300	17,319
税后债务成本	3.75%									
无风险利率	3.3%									
风险溢价	8.00%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	11.30%									
加权平均资本成本	9.52%									
永续增长	4.00%									
终值	131,575									
终值的现值	53,024									
预期现金流总和	50,060									
企业价值	103,084									
股权价值 (港币)	129,838									
每股内涵价值 (港币)	10.84									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 38: 每股股权价格敏感性分析 (单位: 港元)

		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
<b>WACC</b>	8.6%	11.95	12.58	13.34	14.30	15.51
	9.0%	10.91	11.41	12.00	12.72	13.62
	9.5%	10.00	10.38	10.84	11.39	12.06
	10.0%	9.22	9.53	9.89	10.32	10.83
	10.5%	8.54	8.78	9.06	9.39	9.78

来源: 中泰国际研究部预测

## 风险因素分析

### 1) 如未来频繁带量采购或者大幅降价，将影响企业盈利与市场信心

虽然本轮医保谈判与带量采购基本落地，但如未来频繁实施国家集采或者大幅降价，将影响企业盈利与市场信心。

### 2) 如新药研发进度及市场推广效果逊于预期，可能拖累业绩与股价

对于创新药企业而言，研发管线进度与市场推广的进度都非常重要，如果任意一项逊于预期，都将拖累业绩与股价的表现。

### 3) 如全球新冠疫情反复，可能再度影响医药企业表现

由于新冠病毒的影响导致交通运输与医疗机构营运受影响，拖累制药企业上半年业绩。如果国内新冠疫情反复，这种影响可能再度发生。对于 CXO 板块来说，如果全球疫情超预期大幅蔓延，也可能导致药企经营受影响削减研发开支，对 CXO 企业经营造成影响。



# 附录：同业估值比较

图表 39：同业估值比较

股票代码	收市价 (当地货币)	市值 (百万港元)	年结	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	净负债率 (%)
<b>西药</b>							
中国生物制药 1177 HK	7.46	141,650	12/2019	43.7	41.1	32.4	3.8
翰森制药 3692 HK	36.50	217,227	12/2019	65.5	63.8	48.3	13.7
石药集团 1093 HK	7.60	89,205	12/2019	10.7	10.9	15.3	2.0
三生制药 1530 HK	7.28	18,288	12/2019	16.2	10.8	9.3	1.5
复星医药 2196 HK	39.10	149,608	12/2019	25.4	24.9	19.9	2.6
石四药集团 2005 HK	4.32	12,971	12/2019	11.5	14.3	10.0	2.7
绿叶制药 2186 HK	3.63	11,696	12/2019	6.7	6.8	6.2	1.3
丽珠集团 1513 HK	29.90	39,966	12/2019	18.1	14.2	12.2	2.0
东阳光药 1558 HK	9.02	7,876	12/2019	3.6	5.0	4.1	1.4
远大医药 512 HK	6.83	23,463	12/2019	19.4	17.1	13.9	2.6
四环医药 460 HK	0.81	7,667	12/2019	N/A	11.2	10.7	0.8
联邦制药 3933 HK	5.40	9,588	12/2019	11.6	9.2	8.0	1.0
复旦张江 1349 HK	3.94	15,863	12/2019	13.3	N/A	1.9	N/A
李氏大药厂 950 HK	4.78	2,717	12/2019	22.5	11.7	10.9	1.3
亿胜生物科技 1061 HK	4.00	2,261	12/2019	7.6	N/A	2.0	N/A
平均				19.7	18.5	15.5	2.7
<b>未盈利生物科技股</b>							
金斯瑞生物 1548 HK	11.36	22,850	12/2019	N/A	N/A	N/A	3.0
百济神州 6160 HK	158.50	189,251	12/2019	N/A	N/A	N/A	5.6
信达生物 1801 HK	72.95	103,803	12/2019	N/A	N/A	N/A	16.3
基石药业 2616 HK	9.57	11,216	12/2019	N/A	N/A	N/A	3.3
君实生物 1877 HK	54.50	68,709	12/2019	N/A	N/A	105.5	15.0
复宏汉霖 2696 HK	43.75	22,854	12/2019	N/A	N/A	N/A	5.0
康希诺 6185 HK	173.00	79,081	12/2019	N/A	N/A	13.6	23.6
华领医药 2552 HK	6.25	6,445	12/2019	N/A	N/A	N/A	6.1
歌礼制药 1672 HK	2.88	3,104	12/2019	N/A	121.5	97.2	0.8
迈博药业 2181 HK	1.10	4,454	12/2019	N/A	N/A	N/A	2.9
东曜药业 1875 HK	4.18	2,485	12/2019	N/A	N/A	0.0	3.1
中国抗体 3681 HK	4.05	3,904	12/2019	N/A	N/A	N/A	2.6
康宁杰瑞生物 9966 HK	15.06	16,212	12/2019	N/A	N/A	2.7	6.5
平均					121.5	72.1	6.7
<b>CXO</b>							
药明生物 2269 HK	91.45	389,644	12/2019	81.7	72.8	122.1	6.4
药明康德 2359 HK	141.70	371,471	12/2019	104.8	74.2	75.0	10.7
康龙化成 3759 HK	123.10	109,497	12/2019	125.4	82.1	61.0	10.6
泰格医药 3347 HK	175.00	169,476	12/2019	N/A	92.0	106.2	N/A
方达控股 1521 HK	4.27	8,318	12/2019	54.0	61.2	42.4	4.2
维亚生物 1873 HK	9.02	17,346	12/2019	40.1	65.6	26.1	6.7
平均				81.2	74.7	72.1	7.7
<b>中成药</b>							
中国中药 570 HK	3.39	17,474	12/2019	9.1	8.7	7.4	0.8
康臣药业 1681 HK	3.09	2,516	12/2019	27.7	4.9	4.2	1.1
同仁堂国药 3613 HK	7.98	6,747	12/2019	12.1	14.2	11.5	2.5
神威药业 2877 HK	5.37	4,416	12/2019	7.1	6.0	5.6	0.6
同仁堂科技 1666 HK	4.74	6,212	12/2019	12.1	11.9	10.8	0.9
白云山 874 HK	18.48	52,259	12/2019	8.0	8.7	7.6	1.0
平均				12.7	9.1	7.8	1.2
<b>医疗服务</b>							
华润医疗 1515 HK	6.13	8,156	12/2019	16.7	17.5	14.6	1.1
平安好医生 1833 HK	89.35	99,241	12/2019	N/A	N/A	N/A	8.5
阿里健康 241 HK	23.65	277,827	03/2020	N/A	586.9	327.1	18.6
环球医疗 2666 HK	5.81	9,972	12/2019	5.3	4.9	4.3	0.7
锦欣生殖 1951 HK	14.86	37,803	12/2019	66.0	72.9	51.8	4.1
希玛眼科 3309 HK	5.66	6,356	12/2019	142.9	N/A	N/A	5.3
德和佳 1846 HK	7.27	2,496	12/2019	N/A	38.5	25.6	2.1
新世纪医疗 1518 HK	1.90	960	12/2019	N/A	N/A	N/A	0.9
香港医思医疗 2138 HK	6.06	6,316	03/2020	20.8	40.4	16.2	5.7
平均				50.3	126.8	73.3	5.2
<b>医疗器械</b>							
微创医疗 853 HK	41.00	76,793	12/2019	181.1	N/A	480.7	14.3
爱康医疗 1789 HK	12.60	13,676	12/2019	40.9	33.4	25.1	6.2
威高股份 1066 HK	16.40	76,247	12/2019	33.7	30.0	24.1	3.6
北京市春立正 1858 HK	21.50	7,004	12/2019	26.5	18.1	13.4	6.9
先健科技 1302 HK	3.76	18,597	12/2019	102.3	70.5	53.8	10.9
康德莱医械 1501 HK	44.20	7,072	12/2019	47.2	56.9	44.1	5.1
昌明医疗 2500 HK	77.00	33,986	12/2019	N/A	N/A	150.7	8.7
巨星医疗控股 2393 HK	1.21	2,757	12/2019	12.0	13.6	7.9	4.1
平均				63.4	37.1	100.0	7.5
<b>医药分销</b>							
国药控股 1099 HK	18.28	56,172	12/2019	7.3	6.9	6.3	0.9
上海医药 2607 HK	12.62	53,798	12/2019	7.4	7.2	6.4	0.7
华润医药 3320 HK	3.95	25,319	12/2019	7.6	7.1	6.3	0.6
康哲药业 867 HK	8.58	21,224	12/2019	9.2	7.4	6.9	1.7
华检医疗 1931 HK	2.06	2,646	12/2019	7.2	N/A	N/A	0.8
平均				7.7	7.1	6.5	1.0

来源：彭博，中泰国际研究部预测。石药集团（1093 HK）、信达生物（1801 HK）、药明生物（2269 HK）、药明康德（2359 HK）为中泰国际预测，上表中股份为中泰国际医药指数成分股

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的建集团涨跌幅为基准：

买入： 投资收益率领先同期恒生指数 20% 以上

增持： 投资收益率领先同期恒生指数介于 5% 至 20% 之间

中性： 投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于 -10% 至 5% 之间

卖出： 投资收益率落后同期恒生指数 10% 以上

### 行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐： 行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性： 行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎： 行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（中泰国际），分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大多数报告在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1%或以上的财务权益。

版权所有：中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话：(852) 3979 2886

传真：(852) 3979 2805