

证券研究报告——医药生物行业2021年2月投资策略

疫情持久战，关注优质公司长期价值

2021-02-01

证券分析师：谢长雁 0755-22940793 xiecy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003

证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenyiling@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010002

证券分析师：朱寒青 0755-81981837 zhuhanqing@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519070002

联系人：陈曦炳 0755-81982939 chenxibing@guosen.com.cn

联系人：李虹达 0755-81982970 lihongda@guosen.com.cn

联系人：张超 077-81982940 zhangchao4@guosen.com.cn



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

投资摘要：政策明确、疫情延续，关注长期价值

■ 回顾：2021年1月医药生物略跑赢市场，月末因资金面变化随市场调整

回顾2020年，上半年医药生物跑赢市场，三季度有明显回调，四季度跟随大盘波动，子板块中仅医疗服务板块有明显的超额收益。2021年1月，国外新冠变异株的出现和区域性流行，2021年疫苗海外接种进度、能否全面控制疫情的市场预期出现波动；国内部分地区疫情有所反复，行业需求恢复良好、部分公司业绩预增等多种宏观因素和业绩前瞻指标影响，医药板块重新获得市场重视，部分龙头已经创出历史新高。

■ 药品集中带量采购常态化、制度化，市场预期趋于稳定

国务院办公厅印发《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》，这是继2019年初《国家组织药品集中采购和使用试点方案》之后的又一个重要文件，从更高层面肯定了《试点方案》开展运行2年以来医保局组织集中带量采购的成果和经验，明确药品集中带量采购工作的常态化、制度化。未来医保局将保持一定的工作力度和节奏，形成稳定预期；我们预计未来不会对医药板块整体产生大幅扰动。单次博弈模型中，我们认为仿制药的竞争格局决定价格水平，临床需求和渗透率决定采购规模；多次博弈模型中，规范化、规模化的仿制药行业龙头有望获得更大市场份额，仿制药行业竞争格局逐步走向集中化。

■ 多款新冠疫苗投入广泛接种，但疫情有可能是持久战而非歼灭战

目前四条主要技术路线均已有候选疫苗公布ph3有效性初步数据（BioNTech、Moderna的RNA疫苗，国药中生、科兴中维的灭活疫苗，AZ、Gamaleya、JnJ的腺病毒载体疫苗，NovaVax的蛋白疫苗），且有众多国家已批准多款新冠疫苗紧急使用授权，并启动广泛接种。截止目前，美国、中国接种剂次均已超过2000万剂，以色列、阿联酋等国接种率已达到20-30%以上，预计2021年上半年国内外疫苗接种量和接种率都将进一步快速提升。但由于潜在免疫逃逸可能性的南非变异株（501Y.V2）、巴西变异株（501Y.V3）出现和区域性流行，已有部分研究表明康复患者或疫苗接种者血清对变异株的中和抗体滴度存在明显下降。欧美多国重新启动更加严格的本地封锁措施和跨国旅行限制，为疫苗尽快接种争取时间窗。这意味着原本预期2021年中欧美日发达经济体重启经济的预期要向后推延，国内严格防控输入风险的时间也可能延长。2021年全球疫情是否能够收尾存在不确定性，全球抗疫需求仍将维持较长时间，投资者应做好持久战的准备。医药生物板块业绩有望继续获得支撑，利好防护用品、核酸和抗体检测、新冠疫苗和抗体等板块。

■ 风险提示：创新产品研发失败或慢于预期；药品、耗材、服务等领域政策严格超预期；疫情反复超预期影响国内外需求。

■ 投资建议：集采政策明确、疫情仍在延续，关注优质公司的长期价值

全球疫情持续反复，抗疫需求仍将维持较长时间，国内医药需求在2020年低基数基础上有望大幅改善。行业景气度叠加“春季躁动”中关注行业一二线龙头中的优质公司。2月策略A股推荐买入恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、复星医药、长春高新、天坛生物、迪安诊断、凯普生物、贝瑞基因、普洛药业；港股推荐买入先健科技、中国中药、远大医药、锦欣生殖、复宏汉霖-B、中国生物制药。

1月策略组合：关注优质公司长期价值

- 医药板块12月有所上涨，2020年全年跑赢市场；优质龙头公司仍然是2021Q1年报季之前“春季躁动”的布局重点，部分公司年报业绩预告再超市场预期。此外，受全球疫情持续反复，部分行业景气度持续保持高位，全球产业链向国内加速转移，医疗服务、CXO、原料药等板块优质标的值得布局，前期调整到位的检测类公司在全球疫情反复之下也有一定业绩催化作用。
- **投资建议：集采政策明确、疫情仍在延续，关注优质公司的长期价值。**全球疫情持续反复，抗疫需求仍将维持较长时间，国内医药医疗需求在2020年低基数基础上有望大幅改善。行业景气度叠加“春季躁动”中关注行业一二线龙头中的优质公司。2月策略A股推荐买入恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、复星医药、长春高新、天坛生物、迪安诊断、凯普生物、贝瑞基因、普洛药业；港股推荐买入先健科技、中国中药、远大医药、锦欣生殖、复宏汉霖-B、中国生物制药。

表：国信医药2021年2月策略公司盈利预测及估值表

	代码	公司简称	股价 210129	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
A股组合	600276	恒瑞医药	103.76	5,532	1.00	1.33	1.74	2.23	103.83	78.02	59.63	46.53	21.51	2.54	买入
	300760	迈瑞医疗	448.39	5,451	3.85	5.28	6.33	7.61	116.46	84.92	70.84	58.92	25.17	3.33	买入
	600161	天坛生物	38.50	483	0.49	0.50	0.58	0.86	79.03	77.00	66.38	44.77	15.51	12.86	买入
	000661	长春高新	454.62	1,840	4.39	7.03	8.93	11.04	103.66	64.67	50.91	41.18	21.96	2.42	买入
	600196	复星医药	45.47	1,165	1.30	1.45	1.72	2.06	35.08	31.36	26.44	22.04	10.42	1.87	买入
	603259	药明康德	166.34	4,068	0.76	1.14	1.50	2.02	219.36	145.91	110.89	82.35	10.71	5.72	买入
	300244	迪安诊断	41.77	259	0.56	1.61	1.16	1.37	74.63	25.94	36.01	30.49	8.72	0.75	买入
	300639	凯普生物	37.94	89	0.63	1.15	1.29	1.65	60.63	32.99	29.41	22.99	13.62	0.86	买入
	000710	贝瑞基因	32.71	116	1.10	0.56	1.02	1.27	29.69	58.41	32.07	25.76	16.78	12.03	买入
	000739	普洛药业	22.51	265	0.47	0.65	0.78	0.95	47.94	34.63	28.86	23.69	14.69	1.31	买入
港股组合	1951.HK	锦欣生殖	15.66	380	0.17	0.16	0.21	0.25	80.19	84.51	64.39	54.08	5.44	6.02	买入
	0512.HK	远大医药	6.28	223	0.32	0.41	0.46	0.53	16.72	13.22	11.79	10.23	13.74	0.74	买入
	0570.hk	中国中药	4.30	217	0.32	0.33	0.40	0.46	11.77	11.25	9.28	8.07	9.55	1.36	买入
	1302.HK	先健科技	4.92	228	0.03	0.04	0.06	0.08	152.13	106.20	70.80	53.10	11.22	2.53	买入
	2696.HK	复宏汉霖-B	39.60	215	0.23	-1.40	-0.80	-0.10	-	-	-	-	-21.88	-	买入
	1177.HK	中国生物制药	7.23	1,364	0.23	0.15	0.18	0.22	27.14	42.38	35.31	28.40	8.70	-5.05	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

医药宏观数据：医药需求防御能力较强

- 生产端：2020年全年医药制造业工业增加值累计同比增长5.9%，医药制造业营业收入累计达到24857亿元，累计同比增长达4.5%；利润修复强劲，全年累计达到3507亿元，同比增长12.8%
- 需求端：1-12月的社零总额391981亿元，同比下降3.9%，限额以上中西药品类保持增长，增速达到7.8%；在疫情导致国内消费总需求略有萎缩的大背景下，医药消费需求有较强的防御能力。
- 支付端：职工医保累计增长9.8%，居民医保累计下滑1.9%，城镇职工的医疗支出逆势增长。

表：2020年1-12月医药生产端和需求端随着疫情控制得到快速修复

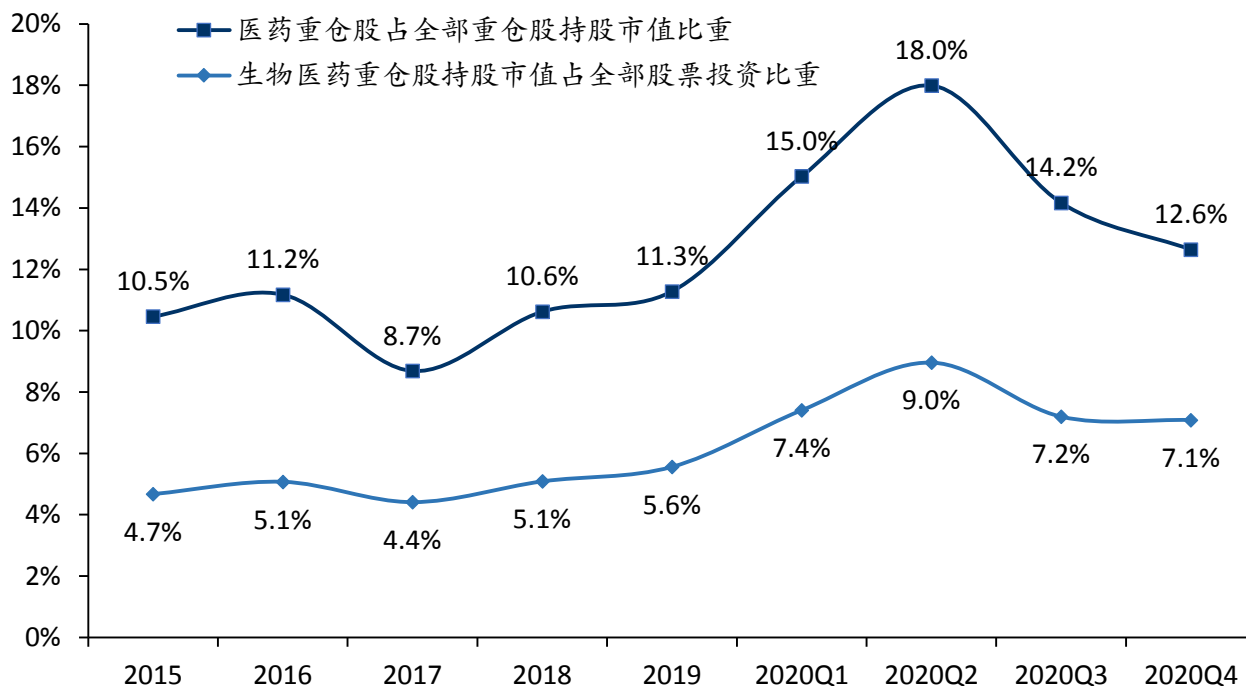
类别	指标	累计金额（亿元）	累计同比（%）
医药制造业（1-12月）	工业增加值	-	5.9%
	营业收入	24857	4.5%
	利润总额	3507	12.8%
社会零售总额（1-12月）	总计	391981	-3.9%
	限额以上中西药品类	5355	7.8%
消费与收入（1-12月）	人均可支配收入	32189	4.7%
	人均消费支出	21210	-1.6%
	人均医疗保健支出	1843	-3.1%
医保（1-11月）	职工医保支出	11403	9.8%
	居民医保支出	6999	-1.9%

资料来源：国家统计局、国家医保局、国信证券经济研究所整理

2020Q4医药生物板块基金持仓继续回落

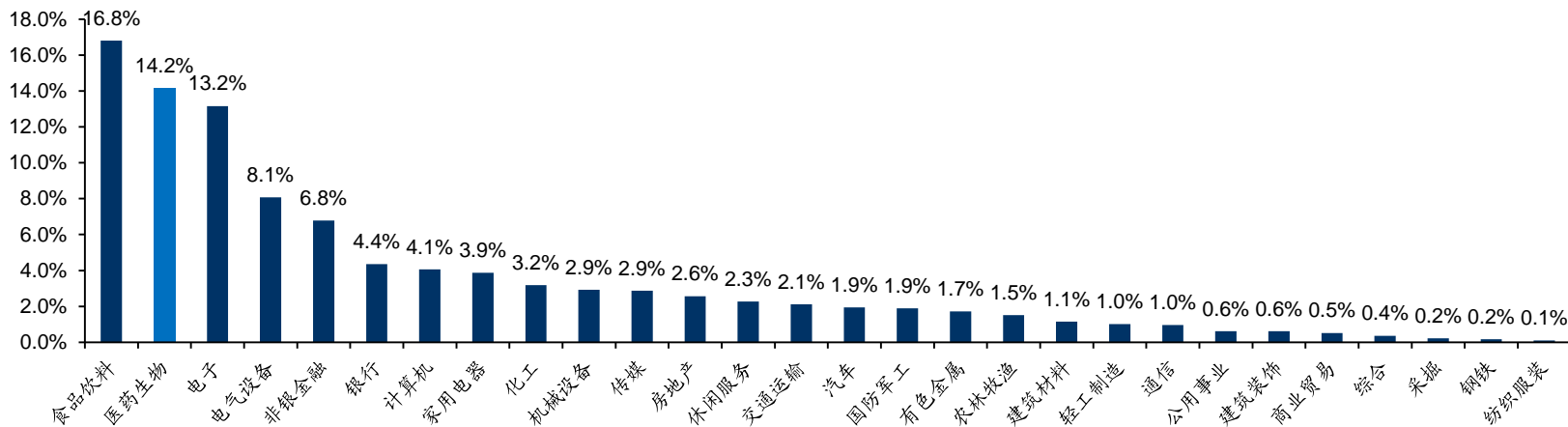
■ Q4医药生物板块重仓股持股市值占比延续Q3回落趋势，降幅有所放缓。截止2020年四季度末医药生物重仓股持股市值占全部重仓股持股市值比重回落至12.6%，占公募基金全部股票投资市值比例降至7.1%，较Q3进一步回落，均已低于Q1水平，但回落幅度较Q3有显著收窄。随着年底医保谈判落地，不确定性出清，业绩预告期核酸检测、CXO相关板块普遍业绩超预期，预计2021Q1医药板块基金持仓有望回升。

2015年以来基金重仓持股中生物医药板块占比

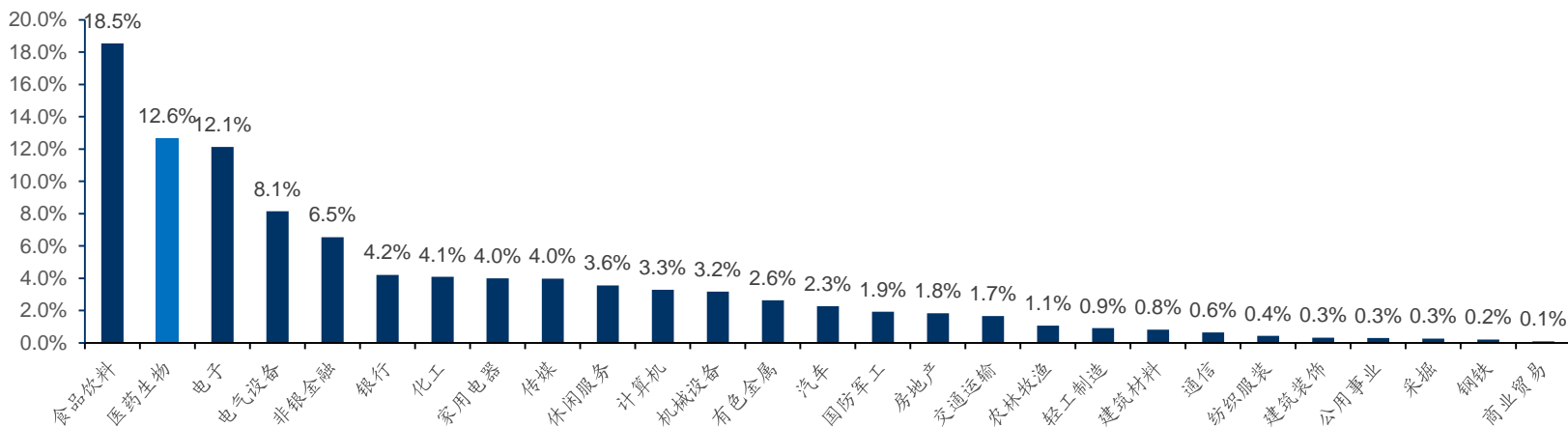


2020Q4医药生物板块基金持仓继续回落

2020三季度末公募基金重仓股行业分布比例



2020年末公募基金重仓股行业分布比例



2020Q4医药生物板块基金重仓股TOP10变动

- 医药板块前十大重仓股名单较为稳定。2020年末较三季度末前五大重仓股排名不变，且均有机构加仓，持有基金数量也均有提升。迈瑞医疗、恒瑞医药、药明康德继续保持前三甲，但药明康德经过大幅加仓后持仓总市值已经接近恒瑞医药。
- CXO龙头加仓幅度较大，疫苗板块龙头仓位有所降低。受益于行业高景气度与业绩预告期临近，CXO龙头获基金加仓幅度较大，泰格医药重新回到重仓股前十，疫苗龙头智飞生物、康泰生物持仓比例均有下降。

2020三季度末医药生物板块重仓持总市值TOP10

2020年末医药生物板块重仓持总市值TOP10

名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股总市值(亿元)
1 迈瑞医疗	506	10,469.41	2,391.62	364.34
2 恒瑞医药	659	36,699.65	-4,538.81	329.64
3 药明康德	340	22,611.74	4,223.54	229.51
4 长春高新	339	5,735.11	-2,285.59	211.75
5 爱尔眼科	203	33,896.14	2,785.35	174.29
6 智飞生物	278	11,544.55	3,762.00	160.33
7 康泰生物	139	7,955.83	-34.05	144.14
8 通策医疗	119	5,652.83	1,561.27	120.80
9 美年健康	59	53,900.28	17,527.47	76.43
10 凯莱英	131	2,832.95	537.02	74.65

名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股总市值(亿元)
1 迈瑞医疗	550	11,402.72	933.31	485.76
2 恒瑞医药	756	37,250.55	554.36	415.19
3 药明康德	466	29,217.36	6,606.16	393.62
4 长春高新	455	7,264.40	1,529.30	325.63
5 爱尔眼科	268	35,823.20	1,927.06	268.28
6 智飞生物	256	11,064.54	-480.01	163.50
7 通策医疗	136	5,657.17	4.35	156.43
8 泰格医药	180	9,453.48	3,641.89	152.78
9 康泰生物	101	6,929.42	-1,026.41	120.92
10 凯莱英	107	3,571.51	739.22	106.55

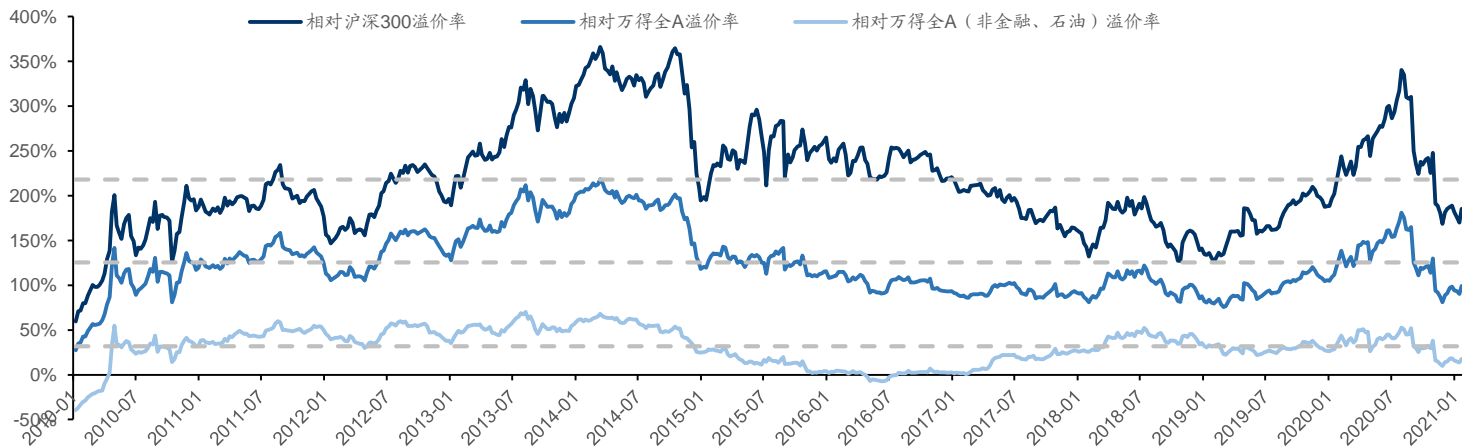
医药板块估值溢价率回落

■ **相对估值水平：**2020Q4以来医药板块整体相对估值水平先降后升，截止2021/01/29，医药生物（申万）市盈率（TTM）为45.3X，相对沪深300、万得全A、万得全A（非金融、石油）估值溢价率均已经低于2010年以来平均水平。

2010年至今SW医药生物市盈率（TTM）



2010年至今SW医药生物估值溢价率



● 医药行业近期动态

国办发文吹风，药品集中带量采购工作常态化制度化

■ **事件：**1月28日，国务院办公厅印发《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》；1月29日，国务院新闻办举行政策例行吹风会，医保局、卫健委、药监局相关负责人出席，介绍有关情况并答记者问。

国信证券观点：

■ **国务院层面提出药品集中带量采购工作常态化、制度化，形成稳定预期。**

国办《意见》对药品集中带量采购工作提出了总体要求和具体举措，包括明确覆盖范围、完善采购规则、强化保障措施、完善配套政策、健全运行机制五个方面。这是继2019年初国办印发《国家组织药品集中采购和使用试点方案》之后关于药品集中带量采购工作的又一个重要文件，从更高层面肯定了《试点方案》开展运行2年以来医保局组织集中带量采购的成果和经验，明确将试点工作常态化、将试点规则制度化。常态化、制度化之后，医保局将保持一定的工作力度和节奏，形成稳定预期；回顾过去三批四次集采（第一批4+7试点、第一批扩围、第二批、第三批，第四批尚未完成），除第一批4+7试点资本市场反应过度、造成了2018年底医药板块的黄金坑之外，后续几个批次资本市场反应较为平稳，除丢标或降幅超预期的相关企业个股之外，并没有造成医药板块整体的大幅波动；我们预计未来也不会对医药板块整体产生大幅扰动。

■ **竞争格局决定价格水平，临床需求和渗透率决定采购规模；多次博弈下竞争格局走向集中化。**

随着药品集中带量采购工作进入常态化、制度化的新阶段，单次博弈的主要因素在于价格、数量两个维度。第二、三、四批采购文件已经基本明确了入围企业确定规则，按照实际申报企业数量*(67-80%)比例确定入围企业数量，因此通过（含视同通过）仿制药一致性评价的企业竞争格局，决定了该品种的预计降价幅度。从前三批实际结果看，如果实际申报企业数量在1-3家的，中选价格相比此前最低价的降幅相对可控、可预测；如果企业数量在7-10家或更多，降幅难以预测。除价格之外，中标省市的申报采购量和实际采购执行情况也会影响放量；如果市场渗透率已经达到较高水平（成熟品种），约定采购量完成后很难大幅超量采购；如果市场渗透率处于较低水平（新品种、此前推广不充分的品种），实际采购量往往大幅超越约定采购量，企业无需营销推广就能打开全国各地销售局面。随着约定2-3年采购期限逐步到期，会有更多竞争对手加入博弈；多次博弈模型下，具备规范化多剂型仿制药注册申报能力、规模化和多品种生产优势、成本优势、配送优势的仿制药行业龙头，有望入围较多批次品种、获得更大市场份额；品种少、辐射区域少的小型仿制药将逐步退出国家层面的带量采购，仿制药行业竞争格局逐步走向集中化。

■ **采购范围将逐步扩展到生物类似药、中成药等其他品类。**

集中带量采购重点将基本医保药品目录内用量大、采购金额高的药品纳入范围，逐步覆盖国内上市的临床必需、质量可靠的各类药品，做到应采尽采。下一步生物类似药、中成药大品种也将逐步探索纳入集采范围。此外，还将探索对适应症或功能主治相似的不同通用名药品合并开展集中带量采购。我们认为，生物类似药的竞争格局总体好于化药仿制药，肿瘤类原研药推广较为充分、市场渗透率较高，集采后具备大规模供应能力的生物类似药厂商有望迅速实现对原研药的进口替代，成为集采的受益者而非受损者。

■ **风险提示：**药品采购价格降幅过大或低于预期，对相关企业的盈利预期有负面影响。

■ **投资建议：**仿制药竞争格局走向集中化，关注规模化仿制药企业和转型创新药的企业。

我们认为，药品集中带量采购工作的常态化、制度化，有望降低仿制药企业的政策风险、稳定市场预期，长期看规范化、规模化的仿制药行业龙头有望获得更大市场份额，仿制药行业竞争格局逐步走向集中化。在仿制药业务之外，我们更看好积极转型创新药的企业。建议买入：复星医药、中国生物制药，建议关注：华海药业、科伦药业。

● 新冠疫苗有效性更新

新冠疫苗饱和式研发，多条技术路线百舸争流

截止目前，四条主要技术路线均已有候选疫苗公布ph3有效性初步数据（BioNTech、Moderna的RNA疫苗，国药中生、科兴中维的灭活疫苗，AZ、Gamaleya、JnJ的腺病毒载体疫苗，NovaVax的蛋白疫苗），且有多种类型疫苗已获得授权批准。

表：新冠疫苗临床试验进度表

技术路线	候选疫苗	研发及合作企业	2020.03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	2021.01
全病毒灭活		国药中生集团/武汉所			0424中国启动ph1/2 ChiCTR2000031809		同下 ✓						
全病毒灭活	众爱可维 BBIBP-CorV	国药中生集团/北京所			0428中国启动ph1/2 ChiCTR2000032459		0624阿联酋启动ph3 ChiCTR2000034780, n=15K		✓			✓	✓
全病毒灭活	克尔来福 CoronaVac	科兴中维 Butantan研究所（巴西） PT Bio Farma（印尼）			0416中国ph1/2 n=744	0520中国老年ph1/2 NCT04383574, n=422	✓	0706巴西启动ph3 NCT04456595, n=8870	0914土耳其启动ph3 NCT04582344, n=13K				✓
全病毒灭活		中国医科院昆明所			0515中国启动ph1/2 NCT04412538, n=942		0712中国启动老年ph1/2 NCT04470609, n=471						
全病毒灭活		康泰生物										1007中国启动ph1 ChiCTR2000038804	1027中国启动ph2 ChiCTR2000039462
全病毒灭活	Covaxin BBV152	Bharat Biotech（印度）					0713印度启动ph1/2 NCT04471519, n=1125						1126印度ph3 n=25.8K ✓
全病毒灭活	QazCovid-in QAZCOV	RIBSP（哈萨克）										0919哈萨克启动ph1/2 NCT04530357, n=244	
病毒载体	Ad5-nCoV	中国军科院、康希诺 NPO Petrovax（俄）	0316中国 ph1 n=108	0412中国启动ph2 NCT04341389, n=508	✓							0915巴基斯坦启动ph3 NCT04526990, n=40K	
病毒载体	ChAdOx1 nCoV-19 AZD1222	牛津大学 AstraZeneca 康泰生物		0423英国ph1/2a n=1090	0528英国启动ph2b/3 NCT04400838, n=10K							0901美国启动ph3 NCT04516746, n=30K	✓
病毒载体	Gam-COVID-Vac	Gamaleya研究所（俄） 西藏药业					0617俄罗斯启动ph1/2 NCT04436471, n=38	✓				0907俄罗斯启动ph3 NCT04530396, n=40K	✓
病毒载体	Ad26COVS1 JNJ-78436735	JnJ						0713美国启动ph1/2 NCT04436276, n=1045	0907美国启动ph3 NCT04505722, n=60K				✓
病毒载体	鼻喷流感病毒载体 新冠肺炎疫苗	厦门大学、香港大学 万泰生物										0910中国启动ph1 ChiCTR2000037782	1117中国启动ph2 ChiCTR2000039715
病毒样颗粒	COVLP-019	Medicago（加）						0710加拿大启动ph1 NCT04450004, n=180					
合成多肽	EpiVacCorona	Vector研究所（俄）						0727俄罗斯启动ph1 NCT04527575, n=100					

新冠疫苗饱和式研发，多条技术路线百舸争流（续）

表：新冠疫苗临床试验进度表（续）

技术路线	候选疫苗	研发及合作企业	2020.03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	2021.01
RNA	mRNA-1273	Moderna（美）	0316美国启动ph1 NCT04283461, n=105			0529美国启动ph2 NCT04405076, n=600		0727美国启动ph3 NCT04470427, n=30K					✓✓
RNA	BNT162b2	BioNTech（德）		0423德国启动ph1/2 NCT04380701, n=200									
RNA	Comirnaty	Pfizer 复星医药			0429美国启动ph1/2 NCT04368728, n=7600			0727美国启动ph3 NCT04470427, n=30K					✓✓✓✓
RNA	LNP-nCoVsaRNA	ICL（英）		0401英国启动ph1 ISRCTN17072692, n=320									
RNA	CVnCoV	CureVac（德）				0618德国启动ph1 NCT04449276, n=168				0928南美启动ph2a NCT04515147, n=691			1214德国启动ph2b/3 NCT04652102, n=36.5K
RNA	ARCoV	中国军科院、艾博生物 沃森生物				0625中国启动ph1 ChiCTR2000034112, n=168							01.11中国启动ph2, n=420 ChiCTR2100041855
RNA	ARCT-021	Arcutus（以色列） Duke-NUS（新加坡）						0804新加坡启动ph1/2 NCT04480957, n=92					
RNA		斯微生物、西藏药业											
DNA	INO-4800	Inovio（美） 艾棣维欣		0403美国启动ph1 NCT04336410, n=120		0622韩国启动ph1/2 NCT04447781, n=160							1130美国启动ph2/3 NCT04642638, n=6578
DNA	GX-19	Genexine（韩）				0617韩国启动ph1/2a NCT04445389, n=210							1127中国启动ph2 ChiCTR2000040146, n=640
DNA	AG0301-COVID19	大阪大学、AnGes（日） Takara（日）				0629日本启动ph1/2 NCT04463472, n=30							
DNA		Zydus Cadila（印度）					0713印度启动ph1/2, n=1048 CTRI/2020/07/026352						
重组蛋白	NVX-CoV2373	Novavax（美）				0525澳大利亚启动ph1/2 NCT04368988, n=1419		0817南非ph2 n=2904	0928英国启动ph3 NCT04583995, n=15K				12月美国ph3 NCT04611802, n=30K
重组蛋白	SCB-2019	重庆三叶草				0619澳大利亚启动ph1 NCT04405908, n=150							12月全球 ph2/3 n=34K
重组蛋白	ZF2001	中科院微生物所 智飞龙科马				0622中匡 ph1, n=f	0712中国启动ph2 NCT04466085, n=900						1216海外ph3 n=29K
重组蛋白	S-RBD	四川大学华西医院							0828中国启动ph1 ChiCTR2000037518, n=168				1117中国启动ph2 ChiCTR2000039994, n=960
重组蛋白	COVAX-19	Vaxine（澳）				0630澳大利亚启动ph1 NCT04453852, n=40							
重组蛋白	FINLAY-FR-1	Finlay研究所（古巴）						0824古巴启动ph1/2 RPCEC00000332, n=676					
重组蛋白	MVC-COV1901	Medigen（中国台湾）								1007台湾启动ph1 NCT04487210, n=45			



Comirnaty: 短期保护力95%，已获得紧急使用授权

德国企业BioNTech设计了多种形式的RNA候选疫苗BNT162系列，并与复星医药、Pfizer合作开发：

- 疫苗设计：BNT162b2编码S-2P（K986P/V987P突变的全长spike蛋白）的modRNA（m1Ψ替代U的修饰RNA）
- 疫苗制剂：4种成分的脂纳米粒（LNP）包裹，-70°C超低温可长期储存，2-8°C冷藏可储存5天
- 生产交付：2021年内目标产能13亿剂+7.5亿剂，承诺年内交付10亿剂以上，已交付3290万剂（截止1月10日JPM大会前）

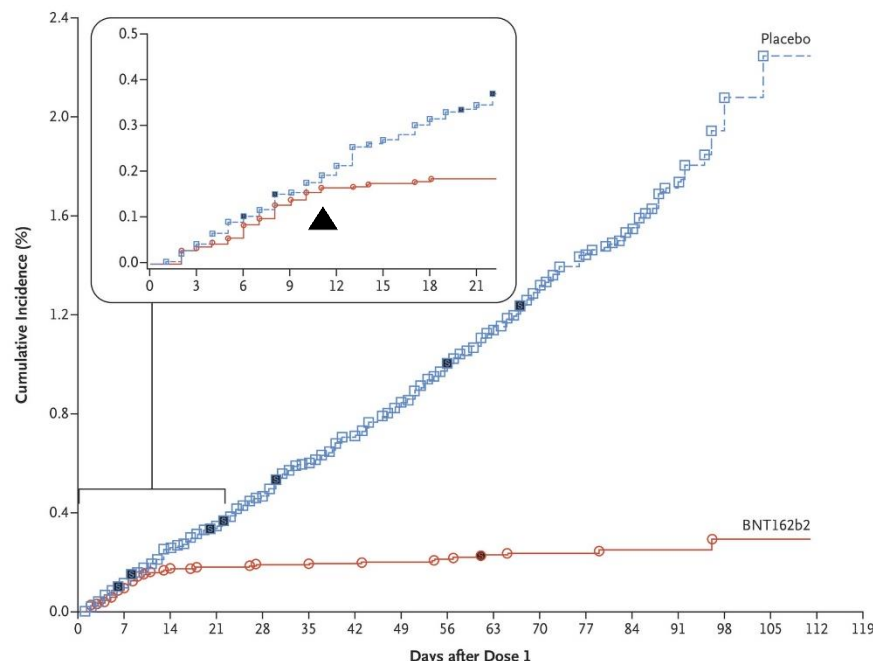
美国ph3注册临床试验：

- 剂量程序：BNT162b2 30μg两针法（0/21天）vs安慰剂
- 主要终点：全程免疫后7天起（3周+1周）的核酸确诊感染率
- 规模进度：原计划入组3万人，后扩展至4.4万人，按1:1随机化；2020.07.27启动入组
- 11.08中期分析：VE>90%
- 11.18最终分析：VE=95.0%（n=8 vs 162），预防重症VE~90%（1 vs 9）；在年龄、性别、族裔等亚组分析中显示出与整体一致的保护力，其中65岁以上老年人中VE=94.7%（n=1 vs 19）；K-M曲线显示接种第一针后12天起就具有一定保护力

Comirnaty（tozinameran, BNT162b2）已获得多国授权批准：

- 12.02：英国MHRA紧急使用授权（EUA）
- 12.04：巴林NHRA紧急使用授权（EUA）
- 12.09：加拿大Health Canada临时批准（TA）
- 12.10：沙特阿拉伯、墨西哥紧急使用授权（EUA）
- 12.11：美国FDA紧急使用授权（EUA）（16岁以上）
- 12.19：瑞士Swissmedic批准
- 12.21：欧洲EMA有条件上市授权（EMA）
- 截止01.10：已有45个国家地区授权批准

图：BNT162b2接种后的疫苗有效性（K-M曲线图）



资料来源：NEJM, doi: 10.1056/NEJMoa2034577（美国ph1/2/3中ph3）
注：纵轴为累积感染率，横轴时间自接种第一针后计算，▲表示K-M曲线开始分离

mRNA-1273: 短期保护力94%，已获得紧急使用授权

美国企业Moderna研发的RNA候选疫苗mRNA-1273:

- 疫苗设计: 编码S-2P (2P突变的全长spike蛋白)的mRNA (与BNT162b2序列设计思路一致)
- 疫苗制剂: 4种成分的脂纳米粒 (LNP) 包裹, -20°C冷冻可储存6个月, 2-8°C冷藏可储存30天
- 生产交付: 2021年内目标产能6-10亿剂

美国ph3注册临床试验 (COVE):

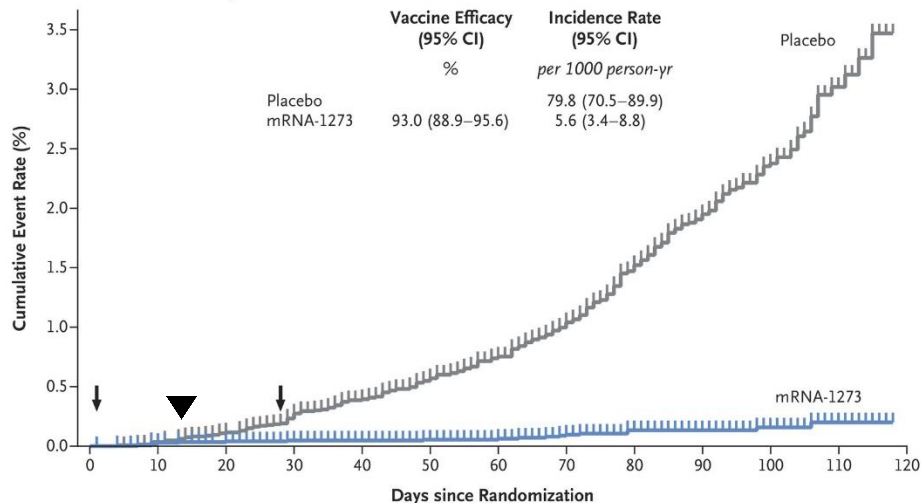
- 剂量程序: 100µg两针法 (0/28天) vs安慰剂
- 主要终点: 全程免疫后14天起 (4周+2周)的核酸确诊有症状感染率
- 规模进度: 计划入组3万人, 按1:1随机化; 2020.07.27启动入组
- 11.16中期分析: VE=94.5%
- 11.30最终分析: VE=94.1% (n=11 vs 185), 预防重症VE~100% (0 vs 30); 在性别、族裔等亚组分析中显示出与整体一致的保护力, 其中65岁以上老年人中VE=86.4% (n=4 vs 29); K-M曲线显示接种第一针后14天起就具有一定保护力

mRNA-1273已获得多国授权批准:

- 12.17: 美国FDA VRBPAC会议投票20/0/1支持
- 12.18: 美国FDA紧急使用授权 (EUA) (18岁以上)
- 01.07: 欧洲EMA有条件上市授权 (CMA)
- 01.08: 英国MHRA紧急使用授权 (EUA)
- 01.12: 瑞士Swissmedic临时批准 (TA)

图: mRNA-1273接种后的疫苗有效性 (K-M曲线图)

B Modified Intention-to-Treat Analysis



No. at Risk

Placebo	14,598	14,590	14,567	14,515	13,806	12,352	12,694	11,450	9736	6729	4067	1200	0
mRNA-1273	14,550	14,543	14,532	14,504	13,825	13,398	12,791	11,573	9911	6871	4179	1238	0

资料来源: NEJM, doi: 10.1056/NEJMoa2035389 (美国ph3)

注: 纵轴为累积感染率, 横轴时间自接种第一针后计算, ▲表示K-M曲线开始分离

AZD1222: 短期保护力60-90%，仍需阐明量效关系

牛津大学研发的腺病毒载体候选疫苗ChAdOx1-S，与Astra Zeneca合作开发（AZD1222）：

- 疫苗设计：牛津大学改造的黑猩猩腺病毒（ChAdOx1）为载体（人体内复制缺陷），搭载全长spike蛋白
- 疫苗制剂：2-8°C可长期储存
- 生产交付：2021年内目标产能10亿剂，总产能20亿剂；AZ在多国寻找CMO和地产化合作方，包括Oxford BioMedica、Cobra、Wockhart，以及康泰生物（中国）、印度血清研究所（印度）、CSL（澳大利亚）、SCG（泰国）、SK Life（韩国）等

英国ph2/3注册临床试验（COV002）：

- 剂量程序： 5×10^{10} vp两针法（0/28天）vs安慰剂
- 主要终点：全程免疫后14天起（4周+2周）的核酸确诊有症状感染率
- 规模进度：英国共入组1.24万人，按1:1随机化
- 11.23中期分析：VE=70.4%（n=30 vs 101）；其中接种了两针全剂量/全剂量的人群VE=62.1%（n=27 vs 71）较低，（因差错）接种了低剂量/全剂量的18-55岁人群VE=90.0%（n=3 vs 30）较高；在年龄、性别、族裔等亚组分析中显示出与对应剂量程序一致的保护力

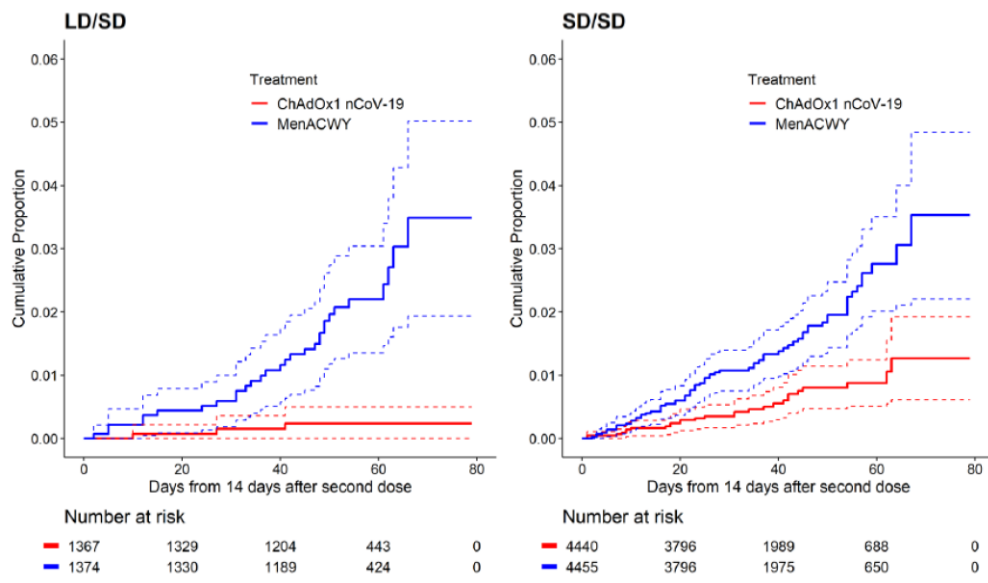
美国ph3注册临床试验设计：

- 剂量程序、主要终点与英国ph2/3相同
- 规模进度：原计划入组3万人，后扩展至4万人，按2:1随机化；2020.09.01启动入组，预计2021.01揭盲读出

AZD1222已获得授权批准，但仍需更多临床研究阐明：

- 12.30：英国MHRA紧急供应授权（AES）（18岁以上）
- 01.03：印度DCGI紧急使用授权（EUA）
- 如果美国ph3试验结果达到FDA最低要求，有望获得美国及其他相关国家的EUA（两针全剂量方案）
- 如寻求低剂量/全剂量方案批准，需补充额外临床试验

图：AZD1222接种后的疫苗有效性（K-M曲线图）



资料来源：Lancet, doi: 10.1016/S0140-6736(20)32661-1（英国ph2/3试验）
注：纵轴为累积感染率，横轴时间自全程免疫后14天起计算；左图为低剂量/全剂量，右图为全剂量/全剂量

Sputnik V: 短期保护力91%，异型重复免疫效果较好

俄罗斯Gamaleya研究所研发的腺病毒载体候选疫苗 (Sputnik V) :

- 疫苗设计: 第一针为罕见26型腺病毒载体 (rAd26-S), 第二针为常见5型腺病毒载体 (rAd5-S), 均搭载全长spike蛋白
- 疫苗制剂: 冰冻水针 (Gam-COVID-Vac) 或冻干粉针剂 (Gam-COVID-Vac-Lyo)
- 生产交付: 与各方合作, CMO包括Binnopharm等, 规划总产能5-10亿剂/年

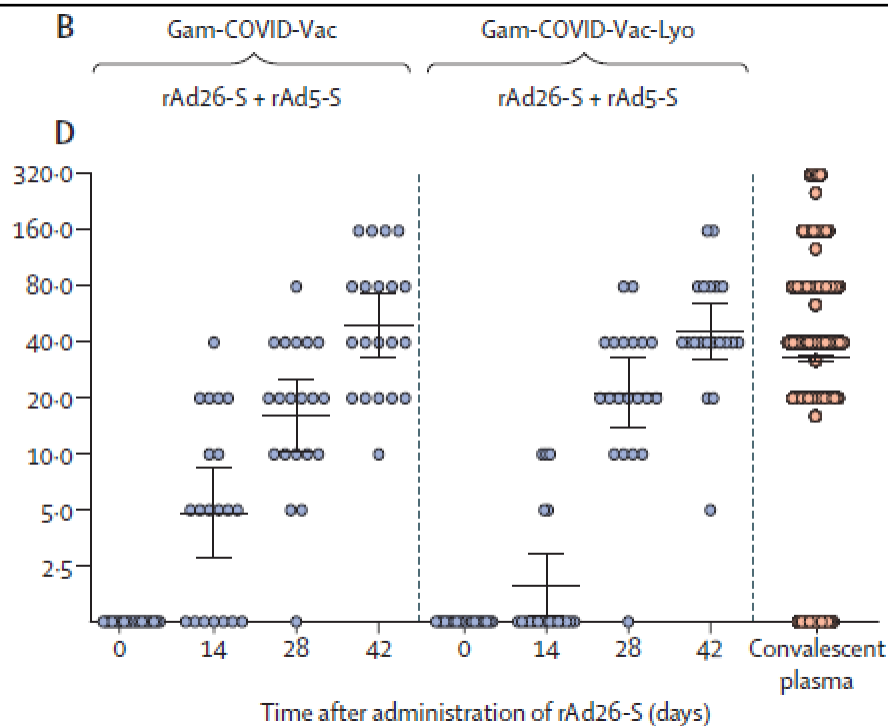
俄罗斯ph3注册临床试验 (RESIST) :

- 剂量程序: rAd26-S (第0天)、rAd5-S (第21天) 两针法 (均为 10^{11} vp 0.5ml) vs安慰剂
- 主要终点: 全程免疫后 (3周) 的核酸确诊COVID-19感染率
- 规模进度: 计划入组4万人, 实际入组约2.27万人, 按3:1随机化; 2020.09.07启动入组
- 11.11中期分析: VE=92% (推测n=4 vs 16)
- 12.14最终分析: VE=91.4% (n=16 vs 62), 预防重症VE~100% (n=0 vs 20)
- 仍需更多数据, 包括K-M曲线图、其他次要终点计算的保护力、不同年龄亚组中的保护力

Sputnik V已获得授权批准:

- 08.11: 俄罗斯卫生部紧急使用授权 (EUA)

图: Sputnik V在健康受试者体内激发的中和抗体滴度



资料来源: Lancet, doi: 10.1016/S0140-6736(20)31866-3 (俄罗斯ph1/2)

Ad26COVS1：一针法对中重度症状的短期保护力66%

Johnson & Johnson (JNJ.US) 旗下疫苗部门自主研发的腺病毒载体候选疫苗Ad26COVS1 (JNJ-78436735)：

- 疫苗设计：罕见人类26型腺病毒 (Ad26) 为载体 (人体内复制缺陷)，搭载S-2P (2P突变的全长spike蛋白)
- 疫苗制剂：2-8°C冷藏可长期储存
- 生产交付：2021年内目标产能约10亿剂

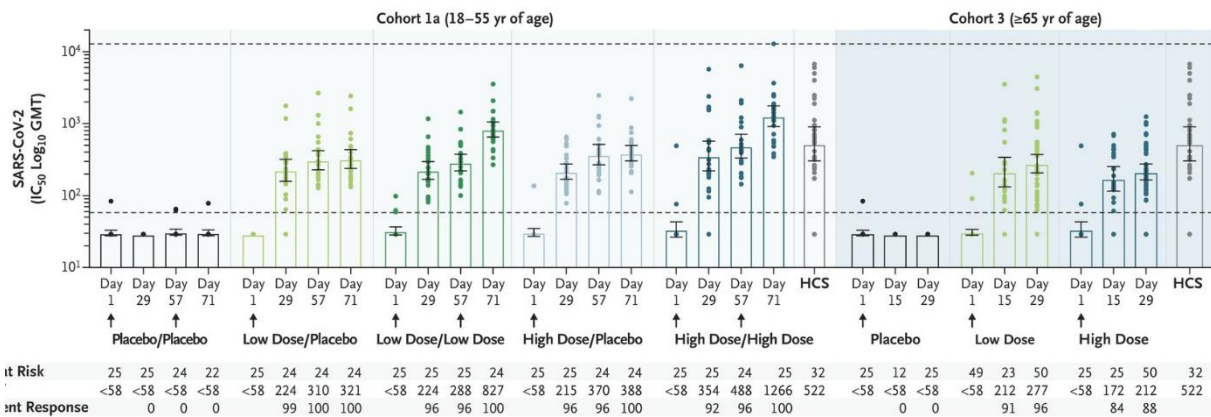
全球ph3注册临床试验 (ENSEMBLE)：

- 剂量程序：5 × 10¹⁰ vp一针法vs安慰剂
- 主要终点：血清学阴性人群中免疫后14天或28天起的核酸确诊中重度/危重感染率
- 规模进度：计划入组6万人、实际入组4.4万人，按1:1随机化；2020.09.07启动入组
- 01.29中期分析：免疫后28天起，中重度及以上 (不含轻症) VE=66%，预防重度VE=85%；在年龄、性别、族裔等亚组分析中显示出一致的保护力；分区域看，美国VE=72%、拉美VE=66%、南非VE=57%
- 预计将在2月初向美国FDA提交EUA申请

全球ph3注册临床试验 (ENSEMBLE 2)：

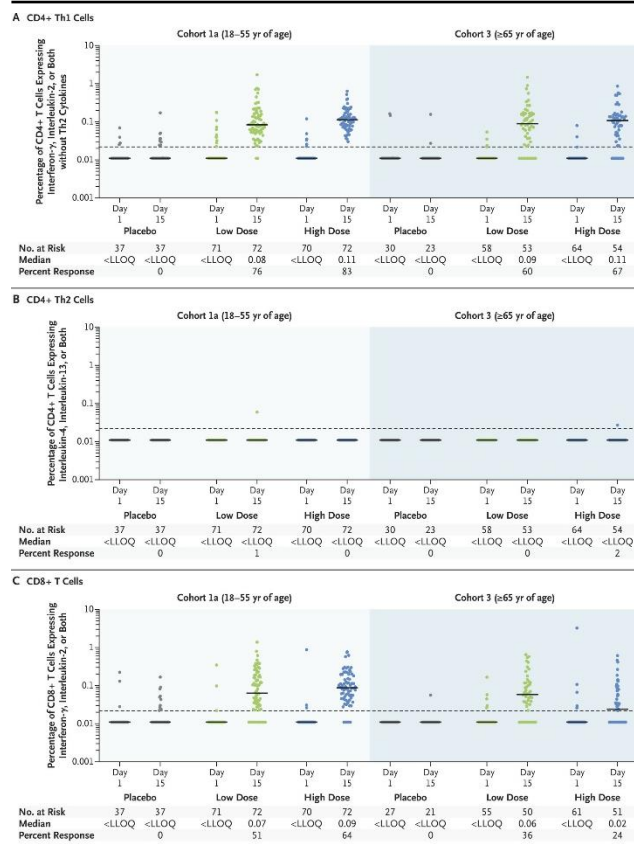
- 剂量程序：5 × 10¹⁰ vp两针法 (0/56天) vs安慰剂，其他设计与ENSEMBLE相同

图：Ad26COVS1在健康受试者体内激发的中和抗体滴度



注：纵轴为真病毒中和性抗体滴度；GMT：几何平均滴度，HCS：康复患者血清

图：Ad26COVS1在健康受试者体内的细胞免疫



注：纵轴为细胞因子反应性T细胞数量 (%)

众爱可维：短期保护力79%，获得国内外批准

国药集团中国生物下属北京所、武汉所研发的全病毒灭活候选疫苗：

- 北京所：采用Vero细胞培养活病毒（HB02病毒株）， β -丙交酯灭活，分离纯化后添加铝佐剂（氢氧化铝）
- 武汉所：采用Vero细胞培养活病毒（WIV04病毒株）， β -丙交酯灭活，分离纯化后添加铝佐剂（氢氧化铝）
- 生产交付：根据新闻报道，2020年底北京所产能1亿剂/年已建成，武汉所产能1.2亿剂/年

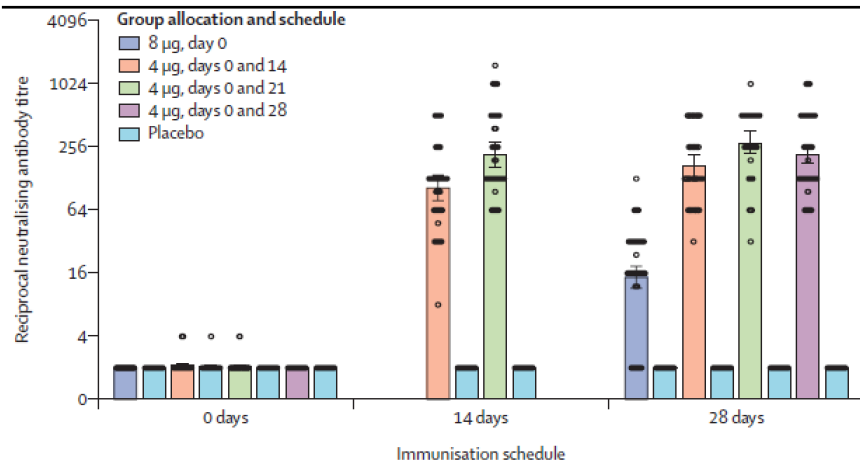
海外ph3注册临床试验：

- 剂量程序：4 μ g两针法（间隔21或28天）vs安慰剂
- 主要终点：全程免疫后14天起的COVID-19确诊感染率
- 规模进度：阿联酋ph3计划入组1.5万人、实际入组2万余人，2020.06.23启动入组
- 其他地区：此外还在秘鲁、摩洛哥、阿根廷等区域启动补充ph3
- 中期分析：根据北京所公告，中和抗体阳转率99.52%，对COVID-19疾病保护力VE=79.34%
- 仍需更多数据，包括K-M曲线图、不同终点计算的保护力、不同年龄亚组中的保护力

众爱可维（北京所BBIBP-CorV）已获得多国授权批准：

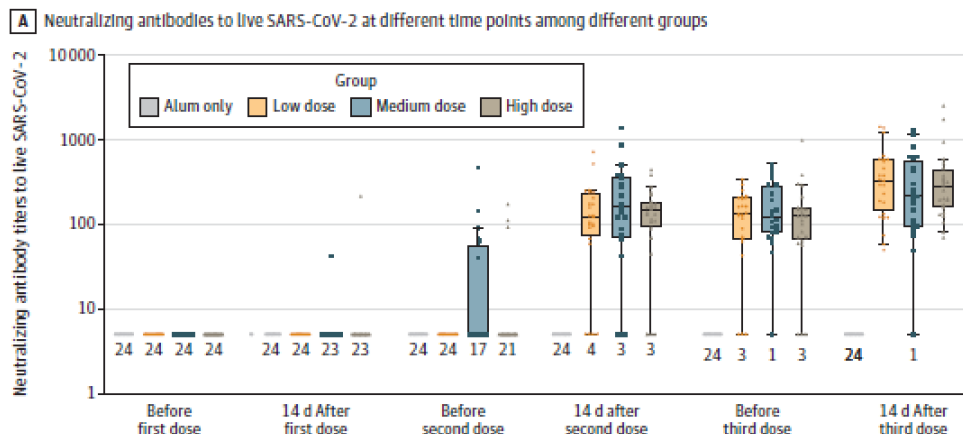
- 12.09：阿联酋MOHAP正式批准（此前09.15获得EUA）
- 12.13：巴林NHRA正式批准（此前11.03获得EUA）
- 12.30：中国NMPA附条件批准（CA）（18-59岁）
- 01.02：埃及EDA紧急授权（EL）

图：北京所灭活疫苗在健康受试者体内激发的中和抗体滴度（中国ph2）



资料来源：Lancet Infect Dis, doi: 10.1016/S1473-3099(20)30831-8

图：武汉所灭活疫苗在健康受试者体内激发的中和抗体滴度（中国ph1）



资料来源：JAMA, doi: 10.1001/jama.2020.15543

注：框线图底部数字代表滴度低于检测下限的受试者人数

克尔来福：短期保护力50-80%，仍需更多数据

科兴中维研发的全病毒灭活候选疫苗CoronaVac（克尔来福）：

- 疫苗设计：采用Vero细胞培养活病毒， β -丙交酯灭活，分离纯化后添加铝佐剂（氢氧化铝）
- 生产交付：根据新闻报道，一期产能5亿剂/年已建成并通过GMP认证，二期产能5亿剂/年在建预计将于2021年2月验收投产

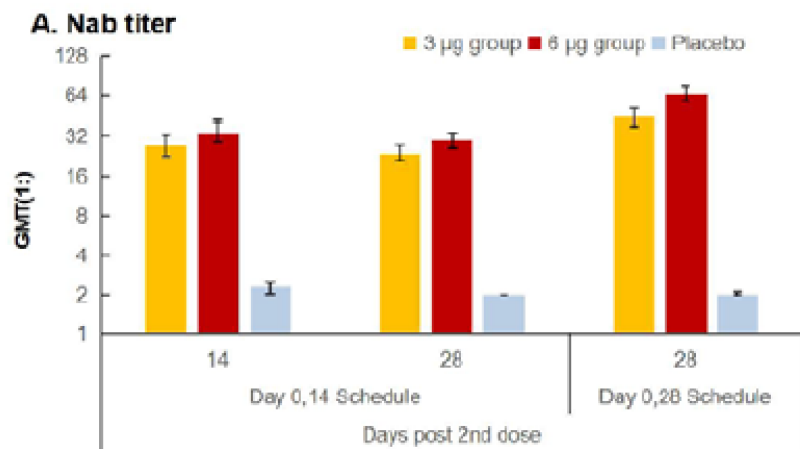
海外ph3注册临床试验：

- 剂量程序：3 μ g 0.5ml（600SU）两针法（0/14天）vs安慰剂
- 主要终点：全程免疫后14天起（2周+2周）的核酸确诊有症状感染率
- 规模进度：与巴西布坦坦研究所合作开展巴西ph3，计划入组8870人、实际入组1.3万余人；2020.07.21启动入组
- 其他地区：此外还在印尼、土耳其等区域启动补充ph3，其中印尼计划入组1620人、土耳其计划入组1.3万人（18-59岁）
- 巴西：有症状（包含极轻症）VE=50.38%，需要医疗援助VE=78%，预防重症VE=100%
- 印尼：VE=65.3%
- 土耳其：中期分析显示VE=91.25%
- 仍需更多数据，包括K-M曲线图、不同终点计算的保护力、不同年龄亚组中的保护力

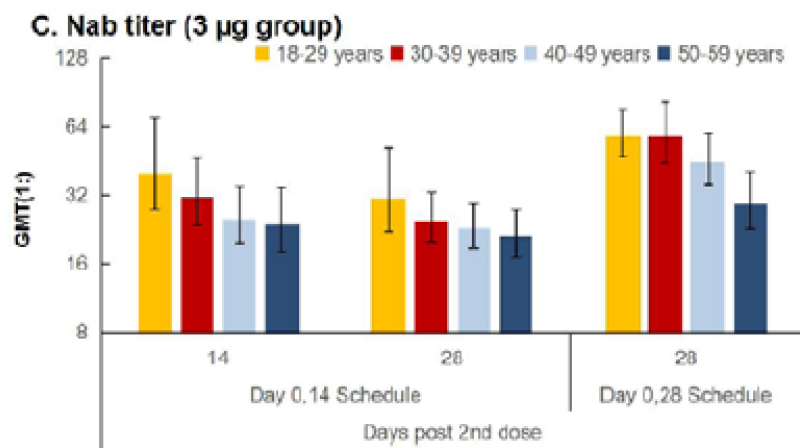
克尔来福已获得多国授权批准：

- 07.22：中国卫健委紧急使用授权（EUA）
- 01.11：印尼FDSA批准
- 01.13：土耳其TITCK紧急使用授权（EUA）

图：科兴中维灭活疫苗的不同剂量程序激发的中和抗体滴度



图：科兴中维灭活疫苗在不同年龄段人群体内激发的中和抗体滴度



资料来源：medRxiv, doi: 10.1101/2020.07.31.20161216

NVX-CoV2373: 短期保护力90%，南非突变株有下降

美国企业Novavax (NVAX.US) 研发的重组蛋白候选疫苗NVX-CoV2373:

- 疫苗设计: 采用SF9细胞系 (昆虫细胞杆状病毒系统) 表达重组全长spike蛋白变体 (3Q/2P突变)
- 疫苗制剂: 添加自主研发的Matrix-M1 (含皂苷佐剂体系)
- 生产交付: 2020.05收购捷克Praha Vaccines后, 目标产能10亿剂/年; 印度血清研究所 (SII) 代工, 总产能扩展到20亿剂/年

美国ph3注册临床试验 (2019nCoV-301):

- 剂量程序: 5 μ g蛋白+50 μ g佐剂两针法 (0/21天) vs安慰剂
- 主要终点: 全程免疫后7天起 (3周+1周) 的核酸确诊有症状 (含轻中重症) 感染率
- 规模进度: 计划入组3万人, 按2:1随机化; 2020.12启动入组, 预计将于2021Q2揭盲读出

英国ph3注册临床试验 (2019nCoV-302):

- 剂量程序、主要终点与美国ph3相同
- 规模进度: 原计划入组0.9-1万人, 后扩展至1.5万人; 2020.09.28启动入组
- 01.28中期分析: VE=89.3% (n=6 vs 56); 原始病毒株VE=95.6% (1 vs 23), 英国变异株VE=85.6% (4 vs 28)
- 此外南非ph2试验表明, 南非变异株VE=49.4%、其中HIV阴性人群VE=60.1%, 显著低于原始病毒株和英国变异株

图: NVX-CoV2373在健康受试者体内激发的中和抗体滴度

图: NVX-CoV2373在健康受试者体内产生的细胞免疫

注: 纵坐标为真病毒中和性滴度 (MNT)

注: C组为5 μ g加Matrix-M1佐剂疫苗组

新冠疫苗早期临床数据初步汇总

根据疾病vs疫苗映射模型定性分析和半定量推断，我们认为：

- 如果疫苗接种后免疫反应能达到或超过康复患者水平，那么疫苗保护力及持久性也能达到或超过康复患者水平
 - 如果达到上述标准，疫苗保护力应该能达到80-90%左右或者更高，持久性应该能达到6个月以上或者更长期
- 我们预测：
- 目前临床开发进度靠前的候选疫苗，都有较大概率在ph3有效性试验中达到FDA指南提出的（50/30）最低要求
 - 目前处于临床前或早期临床阶段的候选疫苗，如果在ph1/2展示出相当的免疫原性和较好的安全性，也有较大概率达到最低要求
 - 即使个别疫苗临床开发受阻或临床结果不尽如人意，其他更安全、更有效的候选疫苗仍能填补空位，最终国内外都会有多条技术路线的多个疫苗获批上市，都能得到广泛接种

表：目前已公开的新冠疫苗的免疫原性数据概览

类型	候选疫苗	研发企业	Ph3推荐剂量	Ph3推荐接种程序	免疫原性数据来源	体液免疫			反应性T细胞亚群		细胞免疫		T细胞免疫记忆
						中和性抗体阳转率	滴度	HCS	CD8+	CD4+	CD4+ T反应类型	Th1型	
RNA	BNT162b2	BioNTech、辉瑞、复星	30µg	0/3周	德美ph1/2	100%	100-1K	高于	较完全	较完全	有	无	未报道
RNA	mRNA-1273	Moderna	100µg	0/4周	美国ph1	100%	200-1K	高于	较弱	较完全	有	无	未报道
RNA	CVnCoV	CureVac	12µg	0/4周	德国ph1	100%	20-200	相当	未报道	未报道			
RNA	ARCoV	艾博生物、沃森生物	未确定	未确定	临床前			有	有	有	有	不显著	Tem
DNA	INO-4800	Inovio、康泰生物	未确定	0/4周	美国ph1	100%	30-200	NA	有	有	有	有	Tcm/em
病毒载体	Ad5-nCoV	中国军科院、康希诺	5e10 vp	一针法	中国ph2	约50%	约20	较低	较完全	较完全	有	未报道	未报道
病毒载体	AZD1222	牛津大学、AZ、康泰	5e10 vp	0/4周	美国ph1	近100%	200-1K	相当	有(未区分)	有(未区分)	有(未区分)	有(未区分)	未报道
病毒载体	Ad26COVS1	JnJ	1e11 vp	一针法	ph1/2a	99%	50-500	接近	较完全	较完全	有	几乎无	未报道
病毒载体	Sputnik V	Gamaleya研究所	1e11 vp	0/3周	ph1/2	100%	20-100	接近	较完全	较完全	有(未区分)	有(未区分)	未报道
全病毒灭活	CoronaVac	科兴中维	3µg+铝	0/2周	中国ph1/2	近100%	20-60	NA	无	无			
全病毒灭活	BBIBP-CorV	国药中生北京所	4µg+铝	两针法	中国ph1/2	近100%	50-500	NA	无	无			
全病毒灭活		国药中生武汉所	5µg+铝	两针法	中国ph1/2	近100%	100-1K	NA	无	无			
全病毒灭活	BBV152B	Bharat Biotech	6µg+Al-IMDG	0/4周	印度ph2	98%	40-1K	相当	未报道	有	主要	几乎无	Tcm
重组蛋白	NVX-CoV2373	Novavax	5µg+AS03	0/3周	澳洲ph1/2	100%	3K-4K	高于	未报道	有	主要	几乎无	未报道
重组蛋白	ZF2001	中科院、智飞生物	25µg+铝	0/4/8周	中国ph1/2	近100%	30-300	略高	较弱(未区分)	较弱	较弱	较弱	未报道
重组蛋白	SCB-2019	三叶草	9µg+AS03	0/3周	澳洲ph1	100%	500-5K	高于	未报道	有	主要	几乎无	未报道
重组蛋白	S-RBD	四川大学华西医院	未确定	未确定	临床前			有	有	有	有	有	Tm
病毒样颗粒	COVLP-019	Medicago	3.75µg+AS03	0/3周	加拿大ph1	近100%	30-200	略高	有(未区分)	有	有	有	未报道

资料来源：NEJM、Lancet、Cell、Nature、medRxiv、bioRxiv，各公司公告及新闻稿，新闻报道，公开资料；国信证券经济研究所整理

● 细分板块观点

药品板块：第四轮集采文件公布，药品集采常态化

- **化学制剂板块1月表现弱于医药行业，部分龙头业绩预告表现亮眼。**1月化学制剂子版块下跌6.87%，表现弱于医药行业整体。化学制剂创新龙头贝达药业预告2020年实现归母净利润5.89~6.58亿元，同比增长155%~185%，主要受益于埃克替尼销量继续稳步增长，恩沙替尼也已获批上市并已形成收入。考虑到2020Q1较多制剂产品受到疫情影响导致销售基数较低，2021Q1有望实现较高增长。
- **第四批全国药品集采文件公布，预计将于2月3日开标。**本次集采共涉及45个品种、80个品规，品种与此前报量名单保持一致，部分品规有所调整。中标规则基本延续此前几轮集采的要求，预计生产企业与二级市场对此均已较为充分的预期。
- **1月28日，国务院办公厅发布《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》，**提出“重点将基本医保药品目录内用量大、采购金额高的药品纳入采购范围，逐步覆盖国内上市的临床必需、质量可靠的各类药品，做到应采尽采。”我们认为药品集采常态化趋势已经明确，本次文件的出台将进一步加快集采范围的扩大，未来预计生物药、自费药品也有纳入集采可能。龙头公司大品种此前几轮的集采冲击逐步消化，部分国产份额较低的品种中国内龙头有望通过集采快速放量。建议短期关注本轮集采中标情况，长期持续关注研发能力较强的国产创新药龙头以及biotech公司。建议关注：恒瑞医药、中国生物制药、复星医药、复宏汉霖-B。

表：药品板块重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				210129	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	
600276	恒瑞医药	103.76	5532	1.00	1.33	1.74	2.23	103.8	78.0	59.6	46.5	21.5	2.5	买入
600196	复星医药	45.47	1165	1.30	1.45	1.72	2.06	35.1	31.4	26.4	22.0	10.4	1.9	买入
002422	科伦药业	19.05	274	0.65	0.53	0.71	0.82	29.2	35.9	26.8	23.2	7.1	12.4	买入
000513	丽珠集团	35.53	336	1.38	1.84	2.18	2.61	25.8	19.3	16.3	13.6	11.7	0.8	买入
300558	贝达药业	129.01	533	0.56	0.83	1.16	1.57	230.9	155.4	111.2	82.2	9.4	3.8	增持
1177.HK	中国生物制药	7.25	1364	0.23	0.15	0.18	0.22	27.2	42.5	35.4	28.5	8.7	-5.1	买入
2696.HK	复宏汉霖-B	39.90	216	0.23	-1.4	-0.8	-0.1	-	-	-	-	-21.9	-	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

原料药：疫情加速产业转移，一线龙头高增长

- 原料药子板块跑赢医药生物行业整体。2021年1月1日~29日sw化学原料药板块上涨1.69%，略好于sw医药生物板块（上涨0.53%）。
- 疫情加速产业转移，板块有望持续受益。全球高端制造业呈现由欧美向印度、中国等转移的发展趋势，经济整体下行、海外疫情持续背景下这一表现更为明显，承接全球产业转移，国内原料药行业迎来发展机遇；叠加国内跟随式创新进入商业化阶段、国际创新药研发热度持续，专利原料药行业迎来春天。
- 普洛药业：
 - ✓ 业绩预告：2020年预计实现营收78.50~79.30亿元，同比增长8.87%~9.98%；预计实现归母净利润7.80~8.50亿元，同比增长40.95%~53.60%，扣非净利润6.73~7.05亿元，同比增长27.05~33.09%。营业收入基本符合预期，归母净利润超预期，主要由于非经常性损益较高所致，剔除该方面影响，扣非净利润略低于预期。
 - ✓ 2021年1月19日，公司与上海交通大学签订合作协议，拟共同建立药物创新联合研究中心，以完成现有药物（PY004和PY026）的生产工艺优化，同时确保每年度周期两项研究内容（不限于前述现有药物）。这是继公司与浙江大学（自动化技术、流体技术）、天津大学（蒸馏技术）、浙江理工大学（晶型技术）等高校的又一次研发合作。
 - ✓ 公司处在产能与业务的横向、纵向快速成长周期，叠加公司在原料药领域的成本、管控综合优势，正迎来新一轮的高增长期。公司当前主业为原料药及中间体，部分新业务来自于CDMO和制剂业务，预计未来主业维持稳定增长、新业务有望进入高速发展期，持续推荐，维持“买入”评级。

表：原料药板块重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 21/01/29	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
000739	普洛药业	22.51	265	0.47	0.65	0.78	0.95	47.94	34.81	28.90	23.81	15.56	1.33	买入
300702	天宇股份	76.40	148	3.03	3.86	4.89	6.62	25.22	19.77	15.63	11.54	33.63	0.66	买入
600521	华海药业	24.51	357	0.39	0.78	1.07	1.38	62.6	31.6	22.9	17.8	11.77	0.6	无评级
603456	九洲药业	41.55	335	0.30	0.46	0.71	0.92	140.7	89.9	58.2	45.4	8.45	2.0	无评级
002332	仙琚制药	11.22	111	0.41	0.51	0.64	0.80	27.0	21.9	17.4	14.0	14.73	0.9	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

*华海药业、九洲药业、仙琚制药盈利预测为wind一致预期

血制品批签发：白蛋白、静丙小幅增长

- 国产白蛋白占比下滑。受到疫情影响，我们预计2020年全行业采浆量有10%左右的下滑。2020年国产白蛋白共批签发2075万瓶（-2.4%），进口白蛋白共批签发3843万瓶（+20.3%），合计共批签发白蛋白5918万瓶（+11.2%），国产白蛋白占比降低至35.1%（-4.9pp）。
- 静丙批签发小幅增长。20年上半年静丙需求受到疫情的拉动，批签发大幅增长；但在下半年静丙的批签发出现下滑，全年共批签发1280万瓶（+6.4%）。

表：血制品批签发（千标准瓶）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	同比增速
白蛋白	39,086	41,074	46,866	53,210	59,175	11.2%
其中：进口白蛋白	22,232	23,603	27,693	31,951	38,429	20.3%
国产白蛋白	16,777	17,338	18,894	21,259	20,746	-2.4%
国产白蛋白占比	42.9%	42.2%	40.3%	40.0%	35.1%	/
静丙	10,934	10,893	10,773	12,025	12,800	6.4%
肌免	3,122	1,855	1,280	2,478	3,414	37.8%
狂免	3,383	5,010	8,491	12,397	11,603	-6.4%
乙免	1,785	1,789	2,195	1,662	1,637	-1.5%
破免	3,950	4,248	3,492	6,329	5,806	-8.3%
VIII因子	1,085	1,347	1,696	1,709	1,967	15.0%
PCC	775	989	960	984	1,541	56.7%
纤原	966	941	871	871	1,255	44.1%

资料来源：中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

主要企业白蛋白、静丙批签发

表：主要血制品企业白蛋白批签发（千标准瓶）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	同比增速
天坛生物	2,623	3,362	3,631	4,320	4,229	-2.1%
泰邦生物	2,884	2,842	3,056	3,837	3,031	-21.0%
华兰生物	2,532	2,353	2,531	2,450	2,476	1.1%
上海莱士	2,318	2,429	2,302	2,645	3,078	16.4%
博雅生物	502	684	862	859	866	0.8%
双林生物	818	750	899	1,066	1,154	8.3%
卫光生物	670	637	900	1,035	1,193	15.2%

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

表：主要血制品企业静丙批签发（千标准瓶）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	同比增速
天坛生物	1,991	2,405	2,777	2,942	2,986	1.5%
泰邦生物	1,789	1,769	1,669	1,877	1,665	-11.3%
华兰生物	1,683	1,535	1,106	1,448	1,294	-10.6%
上海莱士	1,639	1,523	1,277	1,482	2,208	49.0%
博雅生物	415	484	679	578	648	12.1%
双林生物	388	320	376	515	670	30.2%
卫光生物	456	429	543	581	733	26.2%

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

疫苗批签发：肺炎、HPV、流感疫苗强势增长

表：主要疫苗品种批签发（千人份）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	同比增速
13价肺炎结合苗		179	962	1,189	2,696	126.8%
23价肺炎多糖苗	3,690	5,257	7,047	9,470	16,391	73.1%
9价HPV			405	1,107	1,687	52.4%
4价HPV		116	1,267	1,848	2,327	25.9%
2价HPV		369	704	669	1,049	56.7%
AC+Hib三联苗	111	2,352	3,218	2,140	/	/
百白破+Hib四联苗	330	357	1,288	1,193	1,166	-2.3%
百白破+IPV+Hib五联苗	699	530	507	1,149	1,576	37.2%
Hib疫苗	5,255	3,853	3,629	2,418	3,715	53.6%
AC结合苗	1,377	2,699	2,387	3,957	3,717	-6.1%
三价流感疫苗	24,147	29,177	11,001	21,074	22,503	6.8%
四价流感疫苗			5,122	9,710	33,582	245.8%
鼻喷流感疫苗					1,567	/
狂犬疫苗	12,796	17,377	13,792	13,783	16,999	23.3%
水痘疫苗	13,429	14,329	20,438	21,025	26,648	26.7%
EV71疫苗	4,377	10,011	16,547	9,425	7,757	-17.7%
五价轮状病毒疫苗			264	1,566	1,331	-15.0%
带状疱疹疫苗					522	/

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

生物制品子行业重点公司：看好长春高新、天坛生物

- **血制品行业量、价均保持稳健。**受疫情影响，估计今年全行业采浆量有10%以上的下滑，2020-21年全行业的投浆量保持基本稳定。同时，行业需求端因为医院的关停也受到一定影响，我们预计白蛋白、静丙的价格也将维持稳健。
- **天坛生物是成长性优秀的行业龙头。**天坛生物为最大的血制品国家队，国药体系在各地资源丰富，预计十四五期间获批浆站优势明显，采浆成长性领先。随着凝血因子类产品获批上市、永安工厂的投产以及四大血制产能利用率的提升，天坛生物的吨浆利润将提升至行业优秀水平；并且上市公司对蓉生的权益占比有望持续增厚。公司的层析法静丙研发进度行业领先，研发的推进是长期成长动力之一。
- **疫苗行业景气度高，关注新冠疫苗研发进度及业绩弹性。**随着重磅品种销售的不断放量，国内疫苗龙头公司的业绩实现了快速增长；新冠疫情提升了民众接种疫苗的意识，疫苗行业景气度高。预计今年底到明年初会有多个新冠疫苗获批上市，我们认为新冠疫苗的利润弹性会在2-3年内迅速释放。
- **生长激素持续高增长，长春高新龙头地位稳固。**生长激素的渠道扩张与下沉仍在持续，国内存量市场释放的天花板还远未达到，生长激素将持续高增长。估计新患入组数据在四季度回升，金赛药业的业绩仍将持续增长。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价 21/1/29	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
600161	天坛生物	38.5	483	0.49	0.50	0.58	0.86	79.0	76.3	66.7	44.9	16.7%	3.7	买入
002007	华兰生物	45.99	839	0.70	0.91	1.06	1.22	65.4	50.4	43.4	37.8	19.0%	2.5	买入
300601	康泰生物	147.9	1013	0.84	1.17	2.03	2.98	176.4	126.2	72.8	49.6	22.4%	2.4	增持
300122	智飞生物	157.98	2528	1.48	2.09	2.90	3.76	106.8	75.6	54.4	42.0	48.1%	2.1	增持
000661	长春高新	454.62	1840	4.39	7.67	10.11	12.67	103.7	59.2	45.0	35.9	26.5%	1.4	买入
002773	康弘药业	40.66	374	0.78	0.86	1.10	1.39	52.1	47.1	37.0	29.2	14.8%	2.2	增持
600867	通化东宝	11.18	227	0.40	0.46	0.54	0.63	28.0	24.3	20.8	17.7	18.2%	1.5	买入
1530.HK	三生制药	7.23	184	0.38	0.57	0.66	0.76	15.8	10.6	9.1	8.0	10.5%	0.4	买入

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理、预测。港股股价、市值为港币，其余单位均为人民币。

中药：推荐关注循证可靠、消费/资源属性标的

■ **8个中药配方颗粒品种标准二次公示，标准放开大势所趋。**2019年11月08日，国家药品监督管理局组织起草了《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求（征求意见稿）》，为规范中药配方颗粒的标准研究、完善中药配方颗粒质量控制体系提出了技术要求。同天，国家药典委发布《关于中药配方颗粒品种试点统一标准的公示》，涉及160个品种。2020年11月26日，国家药典委员会对8个品种的标准进行二次公示。

■ **推荐关注：**

- 1) 疗效至上，临床循证是王道，看好产品经循证医学充分验证、得到医生群体认可的优秀中药企业（以岭药业）；
- 2) 单价低，作用广，品牌OTC深入人心，看好产品占领消费者心智、格局稳定、长期积累下拥有良好品牌形象的OTC龙头企业（华润三九）；
- 3) 资源属性铸就政策避风港，药食同源拓展市场需求，标准放开加速行业发展，看好拥有上游种植（养殖）资源、标准高、布局早的中药配方颗粒生产企业（中国中药）。

表：中药板块重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 21/01/29	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
002603	以岭药业	24.46	294	0.50	0.93	1.03	1.12	48.5	26.3	23.7	21.8	7.82	0.9	增持
000999	华润三九	24.81	243	2.16	1.92	2.16	2.42	11.5	12.9	11.5	10.3	18.06	3.3	买入
0570.HK	中国中药	4.30	217	0.32	0.34	0.41	0.47	13.64	12.81	10.58	9.10	9.87	0.89	买入
600566	济川药业	18.55	165	1.83	1.43	1.70	1.97	10.2	13.0	10.9	9.4	28.07	5.1	无评级
600436	片仔癀	298.55	1801	2.28	0.00	3.43	4.25	131.1	--	87.0	70.2	23.60	--	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

*济川药业、片仔癀盈利预测为wind一致预期

医药流通：十四五启程，关注国企改革进度

- **三年行动+十四五启程，关注国改进度。**6月30日，中央全面深化改革委员会召开第十四次会议，会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，叠加2021年十四五启程，国企改革稳步推进。我们认为新一轮的国改有望在激励政策、管理体制、业务布局等多方面为企业带来改观，建议持续跟踪央企系（国药系、华润系）、地方国企（广药系、上药系、天药系、太极系、哈药系等）国企改革动态，重点关注“双百行动”“科改示范行动”等改革专项工程。
- **推荐关注：**
 - 1) 拥有区位优势及产品结构优势、高毛利品种丰富、与药企建立长久稳定合作关系的优秀流通商（国药股份）；
 - 2) 品规全面、规模化下具备成本优势的全国性综合流通商（上海医药）；
 - 3) 有望受益国企改革、上下游布局早、工业端业绩兑现快的工商一体化龙头（白云山）。

表：商业板块重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 21/01/29	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
600511	国药股份	39.61	299	2.13	2.20	2.56	2.89	18.6	18.0	15.5	13.7	16.23	1.7	增持
601607	上海医药	18.06	513	1.44	1.72	1.99	2.32	12.6	10.5	9.1	7.8	10.12	0.6	买入
600332	白云山	27.76	451	1.96	1.73	2.07	2.36	14.2	16.0	13.4	11.8	13.90	2.5	买入
603368	柳药股份	20.27	74	1.89	2.30	2.88	3.51	10.7	8.8	7.0	5.8	16.68	0.4	无评级
000028	国药一致	38.40	164	2.97	3.29	3.79	4.37	12.9	11.7	10.1	8.8	10.41	0.8	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

*柳药股份、国药一致、九州通盈利预测为wind一致预期

医疗器械：1月略上涨，把握创新龙头和核酸检测标的

■ 医疗器械板块1月1日-1月29日上涨6.4%，好于医药生物板块（上涨2.0%），2021年PE31倍（剔除负值）。

■ 投资标的：

- 1) **核酸检测相关标的**：近期随着东北、河北等多地普筛力度加大以及春运返乡的核酸检测需求，第三方独立医学检验中心发挥作用，全国核酸检测价格70-100元，净利润率也比较高，对企业Q1业绩贡献大。此外海外抗原检测需求旺盛，出口订单持续，估计延续21H1甚至全年。推荐买入迪安诊断、万孚生物、凯普生物等。
- 2) **创新医疗器械**：先健科技的铁基支架技术平台弹性大，属于国际化创新，明年另有多款介入治疗新品上市。威高股份，产品包装增长潜力巨大，高值耗材驱动业绩增长，看好公司行业龙头地位和持续成长性；贝瑞基因的肝癌早筛是全球First-in-class创新，是首个临床推广的早筛类产品，目前处于历史估值底部区间，看好公司长期发展；
- 3) **进口替代和医疗基建需求相关标的**。医疗卫生补短板将催动未来三年医疗器械行业增长，海外大量预算建设基层医疗，推荐买入龙头迈瑞医疗。

表：器械板块重点公司估值表

代码	公司简称	股价 210129	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
300760	迈瑞医疗	448.39	5451	3.85	5.28	6.33	7.61	116.5	84.9	70.8	58.9	27.3	3.3	买入
300003	乐普医疗	26.90	485	0.96	1.25	1.49	1.90	28.1	21.5	18.1	14.2	14.3	0.8	买入
1302.HK	先健科技	4.92	228	0.03	0.03	0.05	0.07	176.2	142.3	97.3	74.6	6.7	4.3	买入
300244	迪安诊断	41.77	259	0.56	1.61	1.16	1.37	74.6	25.9	36.0	30.4	8.8	0.7	买入
000710	贝瑞基因	32.71	116	1.10	0.56	0.71	0.85	29.7	58.0	46.4	38.7	13.9	-6.9	买入
300639	凯普生物	37.94	89	0.63	1.36	1.36	1.65	60.6	27.9	27.9	23.0	12.8	0.7	买入
300463	迈克生物	45.35	253	0.94	1.15	1.42	1.73	48.1	39.5	32.0	26.3	17.8	1.8	买入
1066.HK	威高股份	14.50	656	0.41	0.46	0.58	0.73	35.5	31.7	24.9	20.0	11.5	1.5	买入
002223	鱼跃医疗	27.78	278	0.75	1.45	1.27	1.53	37.0	19.2	21.8	18.2	12.1	0.7	买入
300642	透景生命	48.14	116	1.73	1.32	1.91	2.25	27.8	36.4	25.2	21.4	12.6	4.0	买入
300482	万孚生物	87.00	298	1.13	1.97	2.39	2.98	76.9	44.1	36.4	29.2	17.4	1.2	买入
300633	开立医疗	20.37	82	0.25	0.25	0.46	0.61	81.0	82.9	44.3	33.6	7.4	2.4	无评级
603658	安图生物	132.30	597	1.72	1.88	2.74	3.58	77.1	70.3	48.2	36.9	32.8	2.5	无评级
603882	金域医学	156.47	719	0.88	2.79	2.33	2.73	178.7	56.1	67.1	57.2	14.8	1.2	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：万孚医疗、开立医疗、安图生物、金域医学为Wind一致预期，其余为国信预测

人工心脏瓣膜：赛道空间广阔，推荐佰仁医疗

- **心通医疗拟分拆上市，TAVR赛道火爆。**微创医疗（0853.HK）拟分拆子公司心通医疗于港交所上市，心通医疗主营业务为介入主动脉瓣（TAVR）产品。我们预计中国TAVR市场空间超百亿，而2020年销售不足10亿，处于赛道早期的快速放量阶段。目前市场形成“3国产+1进口”的竞争格局，预计未来2-3年还有2-3家国产产品上市。
- **国产龙头占据市场主流，学术推广及医生培训成放量关键。**由于海外龙头爱德华的产品进入中国较晚，中国TAVR市场几乎完全由国产产品占据。我们认为，从产品的技术路线和临床数据上来看，目前上市的国产产品并没有显著差异。中国患者的换瓣需求还远未被满足，能够进行TAVR手术的医生和医院数量较少，临床医生和医院的开发以及持续、专业的服务是产品放量的关键。国产龙头有望评借先发优势以及学术推广优势继续占据大部分市场份额。
- **佰仁医疗有望通过差异化的技术路线占据一定市场份额。**目前国产上市/在研品种中，只有佰仁医疗的TAVR产品采用了与爱德华一致的球扩牛心包瓣的技术路线。公司的产品即将开展临床试验，有望在2023年上市，凭借差异化的技术路线占据一定市场份额。佰仁医疗的外科瓣是国产产品中唯一拥有长期大组临床数据的，产品安全性、耐久性对标国际巨头，在国产竞争以及进口替代中优势巨大，外科瓣销售有望持续高速增长，推荐“买入”。

表：人工心脏瓣膜领域主要公司

代码	公司	市值（亿）	一月涨跌幅	主要亮点
688198	佰仁医疗	99.4	33.3%	外科生物瓣长期临床数据对标国际龙头，销售快速增长；介入主动脉瓣、介入瓣中瓣和介入肺动脉瓣即将进入临床
2500.HK	启明医疗-B	329.3	-1.5%	中国首个上市TAVR产品，市占率领先，2代TAVR率先获批上市
9996.HK	沛嘉医疗-B	169.0	-5.3%	一代、二代TAVR预计在2021年获批上市
0853.HK	微创医疗	957.2	26.1%	子公司心通医疗TAVR产品医院开发与销售迅速提升，母公司微创的销售网络强大

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

CXO：龙头年报业绩超预期，看好2021延续高增长

- 多家CXO公司年报业绩超预期，1月板块涨幅较大。药明康德经调整Non-IFRS归母净利润预计达到10.83~12.04亿元，同比增长45%~50%，盈利能力进一步提升，业绩超出预期；康龙化成营收增速预计为34%~39%，经调整Non-IFRS归母净利润增速预计为88%~98%，Q4单季度调整后业绩增速略低，全年整体保持高增长表现；泰格医药扣非业绩增速预计为20%~33%，预计临床CRO及相关咨询业务逐季恢复。昭衍新药、美迪西、九洲药业等业绩增速也表现亮眼。受益于CXO业绩普遍超预期，板块龙头在一月普遍涨幅较大，药明康德、康龙化成、昭衍新药、美迪西1月涨幅分别达到23.47%、18.86%、41.12%、55.70%。
- 2020年Q1低基数影响下，2021年Q1有望增速较高。2020年初受新冠疫情影响，部分CXO龙头增速较低，临床前业务占比较高的药明康德、康龙化成在20Q1收入增速分别为15.09%、25.66%，较全年正常水平偏低；受疫情影响较大的临床CRO龙头泰格医药20年前三季度收入增速分别为6.8%、8.6%、13.3%，呈现逐季回升态势，但仍低于正常水平；凯莱英、九洲药业等CDMO龙头20年Q1收入增速分别为-0.2%、-1.6%，后续季度回升速度较快。综合来看，CXO龙头Q1在低基数影响下有望录得较高速增长，而随着国内疫情得到控制，海外订单转移持续，2021全年有望延续高增长态势。建议买入：药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英。

表：CXO领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 19A	PEG 20E	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
300347	泰格医药	167.39	1460	0.96	2.01	2.03	2.69	173.5	83.3	82.5	62.2	19.9	3.0	买入
603259	药明康德	166.34	4068	0.76	1.14	1.50	2.02	219.4	145.9	110.9	82.3	10.7	5.7	买入
300759	康龙化成	143.11	1137	0.69	1.15	1.43	1.85	207.8	124.4	100.1	77.4	7.0	3.2	买入
688222	成都先导	26.69	107	0.30	0.23	0.36	0.53	88.9	116.0	74.1	50.4	23.5	5.6	增持
1873.HK	维亚生物	7.10	0	0.14	0.10	0.20	0.30	51.2	71.0	35.5	23.7	15.0	2.4	买入
300725	药石科技	167.66	258	0.99	1.38	1.89	2.59	169.4	121.5	88.7	64.7	20.5	3.2	买入
002821	凯莱英	293.48	712	2.28	3.06	4.01	5.28	128.5	95.9	73.2	55.6	18.2	3.0	买入
603456	九洲药业	41.55	335	0.30	0.46	0.71	0.92	140.7	89.9	58.2	45.4	8.3	2.0	无评级
300363	博腾股份	41.15	223	0.34	0.55	0.73	0.99	120.4	74.7	56.3	41.8	6.1	2.6	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

医疗服务：高景气度延续，医生加速外流民营

- 专科连锁龙头份额加速提升，公立医院薪酬制度改革推动人才外流。** 疫情大考之下方显英雄本色，龙头公司的品牌地位、技术实力、资金储备和运营管理等优势被进一步放大，患者的刚性需求向龙头公司聚集，市场份额加剧提升。龙头专科连锁H2业绩增长确定性较强。公立医院薪酬制度和绩效考核改革将在下半年落地，我们预计将参考三明医改的经验，医生工资向平均化、透明化发展，公立医院将主要承担医保基本的公益属性，对于大型医院的主任级别医师整体收入将下滑，可能促使专家型人才流向薪资水平高和股权激励政策灵活的民营医疗连锁，成为医疗服务机构中长期发展的主线逻辑。
- ✓ 爱尔眼科：**2020年前三季度实现营收85.65亿（+10.8%），归母净利润15.46亿（+25.6%），扣非归母净利润15.81亿（+28.0%），业绩强劲复苏。Q3单季度营收44.02亿元（+47.6%），扣非归母净利润10.02亿（+85.5%）。作为民营眼科领域的绝对龙头，内生+外延共同支持业绩增长。疫情下电子产品和网络在线课程过度应用可能进一步提升青少年近视率。体外医院注入提速（全年收购33家眼科医院），业绩恢复强劲，彰显龙头本色。
- ✓ 通策医疗：**2020年前三季度实现营收14.52亿（+2.22%），归母净利润3.96亿（-0.98%），业绩逐季快速修复。通过参与公立医院改制和收购公立医院从而获得了较好的患者基础，广告宣传费用远低于同行，杭口和宁口为公司业务的中流砥柱；公司正加快向省外扩张，“总院+分院”模式有序推进，今年前三季度蒲公英计划已陆续投建及运营15家分院，并储备医护人才等600余人以满足新开医院的需求。
- ✓ 锦欣生殖：**2020H1实现营收6.15亿（-22.57%），净利润1.16亿（-31.78%），公司业务尤其是美国HRC受到疫情影响严重。成都西园医院的VIP业务成为增长亮点；深圳中山进行内部优化，降本增效；老挝锦瑞正进行开关前准备，预计2022年投入运营，设计产能为3000个周期；武汉锦欣由明星医生加盟，助力武汉爬坡目标达成。辅助生殖仍为高景气赛道（晚生晚育趋势+不孕不育存量），海外疫情逐步得到控制预期下HRC业绩不确定性逐步出清，陆续有多位明星医生（从业经验超过20年）加盟促进公司发展的主逻辑逐步得到验证。

表：医疗服务领域重点公司盈利预测及估值表

股票代码	公司	股价 2021/01/29	总市值 亿元/亿港元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
300015	爱尔眼科	78.73	3,245	0.33	0.44	0.58	0.76	235.3	178.9	135.7	103.6	20.9%	5.7	买入
600763	通策医疗	303.95	975	1.44	1.72	2.33	3.02	210.5	177.1	130.5	100.5	25.9%	6.3	无评级
1951.HK	锦欣生殖	15.74	376	0.17	0.18	0.25	0.32	93.4	87.4	63.0	49.2	5.4%	3.7	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：港股股价及总市值为港币，EPS为人民币计价

港股：关注科技创新和次一线龙头轮动机会

- **北下资金捧热港股，关注次一线龙头轮动机会。** 部分龙头出现回调，次一线龙头可能出现轮动，前期涨幅相对较少的标的预计将有较好的收益风险比。建议把握核心资产，同时关注二线龙头轮动机会。
- ✓ **中国生物制药：**公司的创新属性日益增强，研发管线储备丰富，进入密集收获期。大品种集采的影响以充分释放，2021年增速将明显回升。安罗替尼通过医保谈判，纳入软组织肉瘤和小细胞肺癌两个适应症，有助于促进临床放量。预计2021年有PD-1单抗、阿达木单抗、利妥昔单抗、重组VIII因子等大品种获批上市，驱动业绩改善。
- ✓ **先健科技：**先健科技是心血管微创介入领域的龙头企业，多款主动脉介入支架2021年起陆续上市，左心耳封堵器替代抗凝药使用前景广阔，铁基支架平台性技术进展顺利。近期公司创新研发持续兑现：左心耳封堵器在美国获批一项研究者发起的临床实验，公司将有偿提供Lambre；新一款主动脉支架（弓部烟囱支架）进入器械绿色通道，成为公司第13个绿通。2019-2023年预计先心封堵器仍将以10%-15%的速度增长；主动脉介入板块随着新产品上市，收入增速触底反弹；左心耳封堵器维持快速放量，起搏器预计明年毛利扭亏，且对品牌、技术的加强有战略意义；铁基平台贡献估值弹性。
- ✓ **威高股份：**威高股份是以医用耗材为主业的龙头企业，低值耗材多年引领品规更新，提供整体解决方案，构筑先进制造业壁垒；医药包装未来五年产能复合增长超过30%，拥有绝对先发优势；骨科业务为国产第一龙头，稀缺的在创伤、脊柱和关节领域均有布局的企业；介入业务通过收购爱琅实现产品及渠道的优势互补。看好威高股份的持续成长性和行业龙头地位，投资收益风险比高、安全边际强，短期催化剂明确。

表：港股重点公司盈利预测及估值表

股票代码	公司	股价		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		2021/01/29	总市值 亿元/亿港元	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
1177.HK	中国生物制药	7.25	1,367	0.14	0.15	0.18	0.22	50.5	49.2	41.0	33.0	8.7%	3.2	买入
1302.HK	先健科技	4.88	226	0.03	0.04	0.06	0.08	174.8	122.0	81.3	61.0	11.2%	2.9	买入
1066.HK	威高股份	14.50	656	0.41	0.46	0.58	0.73	35.5	31.5	25.0	19.9	11.4%	1.5	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：港股股价及总市值为港币，EPS为人民币计价

● 近期重点报告回顾

行业重大事件快评：第四轮药品集采文件公布，集采常态化趋势明确

■ 事项

2021年1月15日，国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室发布《全国药品集中采购文件（GY-YD2021-1）》。本次集采共涉及45个品种、80个品规。预计于2月3日正式开标。

■ 国信医药观点：

- 1) **集采品种及规则符合预期。**入选品种与此前省级平台报量目录品种相同，部分品规有所减少，规则上看基本延续了此前剂轮集采的基本规则，部分细节略有微调，预计二级市场对此预期预计较为充分，企业报价经验也愈发丰富。
- 2) **涉及采购规模预计近200亿元。**以最高有效申报价和最高采购量计算总采购规模近200亿元。其中采购规模最高的三个品种是：多索茶碱（31.23亿元）、伏立康唑（13.63亿元）、泮托拉唑（13.17亿元）。
- 3) **国内医药龙头有多个产品涉及，部分品种国产份额较小，有望通过集采放量。**涉及产品数量最多的企业包括：齐鲁制药（7）和扬子江药业（6），石药集团（5），正大天晴、豪森药业、科伦药业各有4个品种过评，恒瑞医药有3个相关品种。
- 4) **原研企业参与度值得关注。**此前第三批集采中进口企业的参与度明显降低，预计主要由于其在集采外市场具有品牌优势，因而对集采持观望态度，本次集采中进口企业报价策略是否会有调整值得关注。
- 5) **风险提示：**集采执行力度超预期的风险，集采外市场价格下降超预期的风险。
- 6) **投资建议：**仿制药集采常态化趋势明确，节奏基本保持在一年两次，未来预计涉及范围将进一步扩大；并且生物药、自费药品未来也有纳入集采可能。企业集采报价策略愈发成熟，市场对于降价的预期也较为充分。预计行业集中度将持续提升，行业发展方向加速向创新药转型。龙头公司大品种此前几轮的集采冲击逐步消化，未来更多国产份额较低的新品种中，国内龙头有望通过集采快速放量抢占市场份额。建议短期关注本轮集采中标情况，长期持续关注研发能力较强的国产创新药龙头以及biotech公司。建议关注：恒瑞医药、中国生物制药、复星医药、丽珠集团、君实生物、复宏汉霖-B。

威高股份深度报告：威风八面，步步登高

● 自主创新让威高抢占行业制高点”

威高股份聚焦四大领域（临床护理、医药包装、骨科产品、介入产品）内的八大产品线。公司不断优化产品组合，高附加值产品的收入占比从不足20%提升至60%，未来业绩增长将主要由高值耗材所驱动。2018年参与H股全流通试点后统一了控股股东、管理层和二级市场投资者的利益，两家子公司计划上市融资有望促进各业务估值合理化。

● 低值耗材为现金牛业务，药品包装增长潜力巨大

传统输注类产品发展成熟，部分产品已占据高份额。多年以来威高引领品规更新，并提供一站式解决方案，已构筑先进制造业壁垒。预灌封注射器抓住高价生物制品发展机遇，明年产能将从3.5亿支提升至6亿支；导管冲洗器配套留置针使用，临床渗透率有望不断提升。

● 骨科业务已成为国产龙头，收购爱琅实现品类渠道互补

威高是国产厂商中稀缺的在创伤、脊柱、关节等全领域均有布局的企业，国产企业中威高脊柱类排名第一，创伤类排名第二，关节类排名第三，在集采推动下有望加速进口替代。8.5亿美元收购爱琅医疗后拓宽了威高在肿瘤介入、血管介入等领域的产品线，同时打开了海外法规市场的销售渠道。美股碧迪同样为低耗起家，市场对于BD所涉足的赛道前景和其行业地位的认可、对于其向高值耗材转变以及成为具备全球视野的器械厂商的信心推动其PE从12X大幅提升至40X以上。

● 风险提示

带量采购产品大幅降价风险、海外新冠疫情扩散对于爱琅医疗业绩产生负面影响、预灌封注射器产能和订单量增长不及预期

● 投资建议：威风八面，步步登高，推荐“买入”

预计2020-22年归母净利润为20.7/26.4/32.8亿，增速12.2%/27.3%/ 24.5%，当前股价对应PE 31/24/19X。综合多维度估值，公司合理股价在19.51-22.22港币之间，相较当前股价（2021-01-08）有17%-33%溢价空间，估值安全边际高，看好威高股份的持续成长性和行业龙头地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

药明康德2020年业绩预告点评：业绩超预期，2021有望延续高增长

■ 事项：公司发布2020年度业绩预告

预计2020年全年归母净利润达到27.82~29.67亿元，同比增长50%~60%；扣非归母净利润达到22.97~23.93亿元，同比增长20~25%；经调整Non-IFRS归母净利润达到10.83~12.04亿元，同比增长45%~50%。下半年随着海外客户订单的较快增长，及产能利用和经营效率的不断提升，下半年收入端同比增长超过30%。

■ 经调整Non-IFRS业绩超出预期，盈利能力进一步提升

根据业绩预告区间中间值计算，预计2020全年实现归母净利润28.75亿元（+55.0%），扣非归母净利润23.45亿元（+22.5%），经调整Non-IFRS归母净利润35.51亿元（+47.5%）。其中Q4单季度预计实现归母净利润5.07亿元（+466.7%），扣非业绩6.91亿元（+246%）实现经调整Non-IFRS归母净利润10.75亿元（+90.5%）。从经调整Non-IFRS净利润率来看，全年达到21.6%（+2.95pp），Q1~Q4分别为18%/23%/21%/23%，盈利能力进一步提升。非经常性损益主要来自投资收益及可转债公允价值变动，调整后净利润更具可比性。

■ 四大板块多轮驱动，2021年有望继续维持高速增长

中国区实验室业务及CDMO业务在疫情后恢复较快，预计Q4延续了前三季度的高速增长态势，美国区实验室业务及临床CRO受到疫情影响更大，预计处于持续恢复中，2021年增速和利润率有望进一步提升。短期来看海外客户订单增长较快，新增产能持续释放，带来较强的业绩确定性；中长期来看，公司已经在优质人才、稀缺平台、前沿技术等方面构建了较强的核心竞争力，预计将持续受益于全球医药外包高景气度与产业链转移，持续扩大在全球市场的份额，未来天花板较高。

■ 风险提示：疫情影响加剧；行业景气度降低；投资收益大幅波动等

■ 投资建议：高确定性与高成长性持续得到验证，维持“买入”。

公司作为CXO赛道的优质龙头，是高确定性与高成长性兼具的稀缺核心资产，随着业绩持续得到验证，预计将进一步享受龙头估值溢价。维持此前盈利预测，预计2020~2022年净利润27.84/ 36.66/49.29亿元，对应当前股价PE为140/107/79X，维持“买入”评级。

泰格医药2020年业绩预告点评：主营业务持续恢复，非经常性收益较高

■ 事项：公司发布2020年度业绩预告

预计2020全年实现归母净利润16.83~18.10亿元，同比增长100%~115%；扣非归母净利润预计为6.70~7.42亿元，同比增长20%~33%。非经常性损益预计为10~11亿元，主要由于按照新金融工具准则确认的金融资产公允价值变动收益和取得股权转让收益较高。

■ 归母净利润超预期，预计各项业务均持续恢复

以业绩预告区间中间值计算，2020年归母净利润为17.46亿元（+108%），扣非归母净利润为7.06亿元（+26%），其中Q4单季度实现归母净利润4.28亿元（+37%），扣非归母净利润为2.08亿元（+74%）。归母净利润超预期，主要由于非经常性损益较高所致。扣非业绩略超预期，且Q4单季度同比增速较高，一方面由于2019年Q4基数相对较低，另一方面预计由于公司各项主营业务持续恢复。综合来看，上半年疫情对临床前、临床CRO及相关咨询业务影响均较大，但Q3以来各项业务持续快速恢复，2021年有望增速进一步提升。

■ 员工持股计划提升团队稳定性，投资收益可持续性较好

2020年12月公司发布员工持股计划草案，参与员工不超过50人，拟筹集资金总额为1000~1500万元，此举有助于增强团队稳定性。公司近年来持续稳定地实现投资收益及股权投资公允价值升值，2020全年发布约16次对外投资公告，拟认缴出资约20亿元，主要投资领域为创新药及医疗器械等优质赛道的产业投资基金。公司过往经验已经验证了其投资收益具有较强的可持续性，公司有望通过股权投资渠道接触更多潜力标的、前沿技术及潜在客户，同时对业绩形成持续贡献。

■ 风险提示：疫情不确定性；投资收益波动；人才流失风险

■ 投资建议：主营业务持续恢复，维持“买入”评级。

公司作为临床CRO龙头，在上半年受到疫情影响较大的情况下，下半年各项业务预计持续改善，2021年增速有望进一步提升。考虑到非经常性损益影响，上调盈利预测，预计2020~2022年归母净利润17.54/17.71/23.45亿元，同比增长108%/1%/32%，对应当前股价PE为85/84/64X，维持“买入”评级。

国信证券医药行业近期研究报告一览

报告日期	报告标题	报告栏目	报告类型
2021-01-31	医药行业一周观察：龙头公司业绩预告亮眼，第四批药品集采即将开标	行业研究	行业周报
2021-01-28	泰格医药-300347-2020年业绩预告点评：主营业务持续恢复，非经常性收益较高	公司研究	公司快评
2021-01-25	医药行业一周观察：国药新冠疫苗附条件获批上市，紧握创新龙头	行业研究	行业周报
2021-01-22	药明康德-603259-2020年业绩预告点评：业绩超预期，2021有望延续高增长	公司研究	公司快评
2021-01-18	行业重大事件快评：第四轮药品集采文件公布，集采常态化趋势明确	行业研究	行业快评
2021-01-16	医药行业一周观察：龙头普遍回调，关注轮动机会	行业研究	行业周报
2021-01-10	国信医药-威高股份-01066.HK-深度报告：威风八面，步步登高	公司研究	深度报告
2021-01-10	医药行业一周观察：春季躁动行情延续，国内疫情局部反复	行业研究	行业周报
2021-01-05	医药行业一周观察：国药新冠疫苗附条件获批上市，紧握创新龙头	行业研究	行业周报
2020-12-31	国信证券-医药生物2021年1月策略：紧握创新龙头，重视“春季躁动”	行业研究	行业投资策略
2020-12-20	医药行业一周观察：春季躁动似有提前，紧握医药核心资产	行业研究	行业周报
2020-12-14	医药行业一周观察：板块略有回调，关注产业链供应链自主可控能力	行业研究	行业周报
2020-12-08	医药行业一周观察：医药板块整体反弹，持续推荐三条主线	行业研究	行业快评
2020-11-29	医药行业一周观察：板块延续弱势调整，年度策略推荐三条主线	行业研究	行业周报
2020-11-25	国信证券-医药生物行业2021年度策略：全面国际化，迎接“十四五”	行业研究	行业投资策略
2020-11-23	国信证券-医疗大数据盘点系列（3）-眼科产业链：服务为首，器械唯新，药物为基	行业研究	行业专题
2020-11-10	国信证券-医药行业重大事件快评：全球首个新冠疫苗中期分析显示保护力超90%-201110	行业研究	行业快评
2020-11-07	以岭药业-002603-2020年三季报点评：疗效至上，临床循证是王道	公司研究	财报点评
2020-11-06	美年健康-002044-重大事件快评：大跌事出有因，探寻阿里战略	公司研究	公司快评
2020-11-06	医药政策快评：冠脉支架集采结果公布，中标价大幅下降	行业研究	行业快评
2020-11-04	华润三九-000999-2020年三季报点评：销售费率下降，Q3利润翻番	公司研究	财报点评
2020-11-04	国信证券-医药生物2020年11月策略：政策迭出、靴子落地，布局龙头“黄金坑”	行业研究	行业投资策略
2020-11-02	上海医药-601607-2020年三季报点评：研发加码持续，创新开花可期	公司研究	财报点评
2020-11-02	贝瑞基因-000710-2020年三季报点评：肿瘤早筛优质赛道，数据持续优化	公司研究	财报点评
2020-10-21	医药政策快评：DRGs试点进一步扩大，把握三条投资主线	行业研究	行业快评
2020-10-19	医药政策快评：冠脉支架集采文件出台，不确定性即将出清	行业研究	行业快评
2020-10-14	国信证券-创新药盘点系列报告（15）：小分子药物发现技术平台-研发起点，新药之源	行业研究	行业专题
2020-10-03	国信医药-分析框架系列报告（2）：魔鬼在细节：三张表中的投资机会	行业研究	行业专题

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM