

# 医药生物

证券研究报告

2021年03月07日

## 创新药企商业化能力的再思考

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

杨松

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

张帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521020003  
zhangshuaia@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《医药生物-行业研究周报:医药板块大幅调整之后的布局思路》 2021-02-28
- 2 《医药生物-行业点评:康希诺和武汉所新冠疫苗获批上市,中长期看好疫苗行业》 2021-02-28
- 3 《医药生物-行业研究周报:人口政策变化下的医药投资思考》 2021-02-21

### 行业动态:

1) 全国两会在北京召开, 2021 年政府工作报告发布, 其中涉及到大部分的医药相关内容符合预期, 重点内容包括: ①深化公立医院综合改革, 扩大国家医学中心和区域医疗中心建设试点, ②支持社会办医, 促进“互联网+医疗健康”规范发展, ③居民医保财政补助标准再增加 30 元。④把更多慢性病、常见病药品和高值医用耗材纳入集中带量采购。

2) 国家药监局附条件批准甲磺酸伏美替尼片上市, 甲磺酸伏美替尼片(商品名: 艾弗沙), 适用于既往经表皮生长因子受体(EGFR)酪氨酸激酶抑制剂(TKI)治疗时或治疗后出现疾病进展, 并且经检测确认存在 EGFR T790M 突变阳性的局部晚期或转移性非小细胞性肺癌(NSCLC)成人患者的治疗。是在中国获批上市的第三个第三代 EGFR 激酶抑制剂。

### 市场观察:

受市场整体风格变化影响, 部分持仓集中且前期涨幅较大的大市值龙头公司继续调整, 上周医药板块下跌 2.10% (排名 25/28), 年初至今医药生物板块下跌 3.15% (排名 22/28), 随着估值的快速消化, 我们预计部分龙头公司将逐步企稳。

### 医药板块大幅调整后的投资思考:

近期 PD-1 等品种 2020 年医保谈判价格信息公开, 整体价格符合预期, 恒瑞医药单支价格 2928 元/200mg, 年化费用约 5 万元, 我们在 2020 年底市场相当悲观的情况下, 坚定看好创新药的谈判所带来的机会, 核心逻辑在于:

1) 现有政策体系对国产创新药的支持力度相当坚挺, 2) 龙头公司客观上具有更强的准入能力。事实上从港交所 2018 年 4 月引入上市规则第 18A 开通 biotech 板块至今虽只有 3 年时间, 但对于创新药的投资逻辑和实践都产生了深远影响, 市场的估值逻辑中对于创新药企的商业化能力的权重在显著下降, 而更在意其管线的布局情况, 我们认为这种趋势在 2021 年的 2 季度或者 3 季度有望得到一定的修正, 主要基于以下三点逻辑: ①PD-1 的竞争中, 恒瑞医药有望凭借较强的商业化能力展现出显著的领先优势, ②君实生物、康方生物等 biotech 公司和传统 big pharma 公司已在开展合作, ③ biotech 公司上市数量的显著增多, 各家资源禀赋和发展策略差异较大, 从企业价值最大化的角度, 我们相信在 biotech 内部将进一步分化, 而商业化能力其中的关键要素。

### 近期建议选股思路 (按先后顺序):

- 1) 优质民营医疗服务: 爱尔眼科、锦欣生殖(H)、通策医疗
- 2) 创新药及产业链: 恒瑞医药、药明康德、信达生物(H)、泰格医药、凯莱英
- 3) 策略思维精选“性价比”: 一心堂、国际医学、昊海生科、亿帆医药
- 4) 美好生活类产品: 医美、长春高新、智飞生物、康泰生物、欧普康视、片仔癀
- 5) 中国优势-全球市场类产品: 迈瑞医疗、英科医疗、南微医学

**风险提示:** 市场震荡风险, 研发进展不及预期, 个别公司外延整合不及预期, 个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险, 新冠疫情进展具有不确定性。

## 1. 一周观点：创新药企商业化能力的再思考

### 行业动态：

- 1) 全国两会在北京召开，2021 年政府工作报告发布，其中涉及到大部分的医药相关内容符合预期，重点内容包括：①深化公立医院综合改革，扩大国家医学中心和区域医疗中心建设试点，②支持社会办医，促进“互联网+医疗健康”规范发展，③居民医保财政补助标准再增加 30 元。④把更多慢性病、常见病药品和高值医用耗材纳入集中带量采购。
- 2) 国家药监局附条件批准甲磺酸伏美替尼片上市，甲磺酸伏美替尼片(商品名：艾弗沙)，适用于既往经表皮生长因子受体(EGFR)酪氨酸激酶抑制剂(TKI)治疗时或治疗后出现疾病进展，并且经检测确认存在 EGFR T790M 突变阳性的局部晚期或转移性非小细胞性肺癌(NSCLC)成人患者的治疗。是在中国获批上市的第三个第三代 EGFR 激酶抑制剂。

### 市场观察：

受市场整体风格变化影响，部分持仓集中且前期涨幅较大的大市值龙头公司继续调整，上周医药板块下跌 2.10%(排名 25/28)，年初至今医药生物板块下跌 3.15%(排名 22/28)，随着估值的快速消化，我们预计部分龙头公司将逐步企稳。

### 医药板块大幅调整后的投资思考：

近期 PD-1 等品种 2020 年医保谈判价格信息公开，整体价格符合预期，恒瑞医药单支价格 2928 元/200mg，年化费用约 5 万元，我们在 2020 年底市场相当悲观的情况下，坚定看好创新药的谈判所带来的机会，核心逻辑在于：1) 现有政策体系对国产创新药的支持力度相当坚挺，2) 龙头公司客观上具有更强的准入能力。事实上从港交所 2018 年 4 月引入上市规则第 18A 开通 biotech 板块至今虽只有 3 年时间，但对于创新药的投资逻辑和实践都产生了深远影响，市场的估值逻辑中对于创新药企的商业化能力的权重在显著下降，而更在意其管线的布局情况，我们认为这种趋势在 2021 年的 2 季度或者 3 季度有望得到一定的修正，主要基于以下三点逻辑：①PD-1 的竞争中，恒瑞医药有望凭借较强的商业化能力展现出显著的领先优势，②君实生物、康方生物等 biotech 公司和传统 big pharma 公司已在开展合作，③biotech 公司上市数量的显著增多，各家资源禀赋和发展策略差异较大，从企业价值最大化的角度，我们相信在 biotech 内部将进一步分化，而商业化能力其中的关键要素。

### 近期建议选股思路（按先后顺序）：

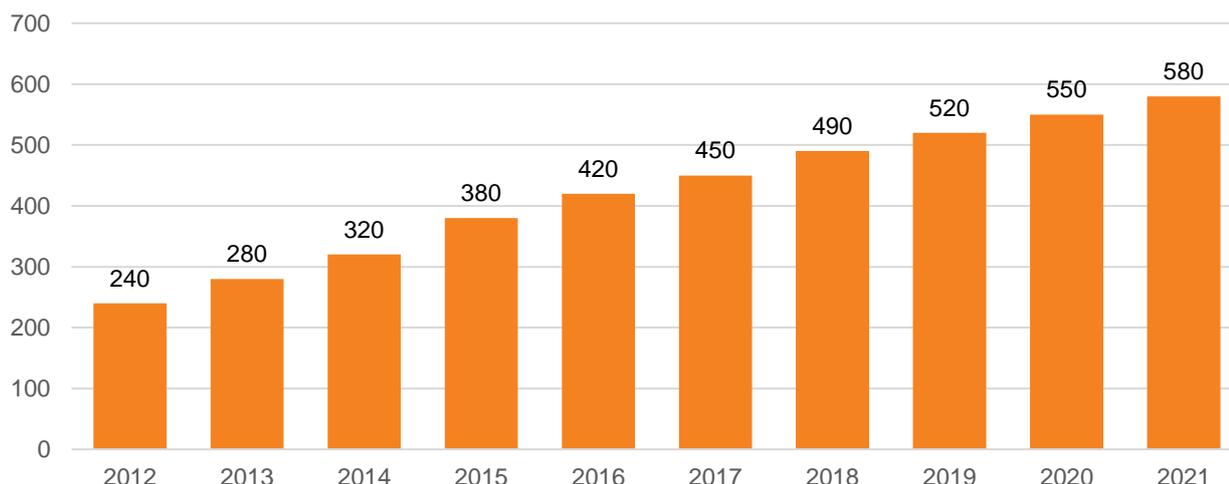
- 1) 优质民营医疗服务：爱尔眼科、锦欣生殖(H)、通策医疗
- 2) 创新药及产业链：恒瑞医药、药明康德、信达生物(H)、泰格医药、凯莱英
- 3) 策略思维精选“性价比”：一心堂、国际医学、昊海生科、亿帆医药
- 4) 美好生活类产品：医美、长春高新、智飞生物、康泰生物、欧普康视、片仔癀
- 5) 中国优势-全球市场类产品：迈瑞医疗、英科医疗、南微医学

## 2. 重点行业数据分析

### 2.1. 居民医保财政补贴：2021 年再增加 30 元

全国两会在北京召开，2021 年政府工作报告发布，其中提到：居民医保财政补助标准再增加 30 元。目前已达到 580 元/年。

图 1: 历年居民医保财政补贴情况 (元)



资料来源: 中国政府网, 天风证券研究所

## 2.2. 北上和南下资金情况

截止 2021 年 3 月 5 日, 北上资金持股市值最高的公司为恒瑞医药, 达 664.40 亿元, 南下资金持股市值最高的公司为药明生物, 达 294.66 亿港元; 北上资金持股比例最高的公司为恒瑞医药, 为 12.42%, 南下资金持股比例最高的公司为维亚生物, 为 23.23%;

2021 年 3 月 1-5 日, 北上资金持股市值增加最高的公司为爱尔眼科, 增加约 4.94 亿元, 南下资金持股市值增加最高的公司为中国生物制药, 增加约 4.68 亿港元; 北上资金持股比例增加最高的公司为通策医疗, 增加 0.43%, 南下资金持股比例增加最高的公司为康方生物, 增加 0.56%。

表 1: 北上南下资金买卖医药股持股市值前十 (20210301-20210305)

北上资金					南下资金				
排名	股票代码	股票名称	占总股本比例	持股市值 (亿元)	排名	股票代码	股票名称	占总股本比例	持股市值 (亿港元)
1	600276.SH	恒瑞医药	12.42%	664.40	1	2269.HK	药明生物	7.82%	294.66
2	300760.SZ	迈瑞医疗	5.80%	272.00	2	1801.HK	信达生物	15.67%	171.89
3	603259.SH	药明康德	5.74%	190.76	3	0853.HK	微创医疗	13.19%	99.26
4	300015.SZ	爱尔眼科	7.26%	187.80	4	1066.HK	威高股份	16.08%	96.56
5	300347.SZ	泰格医药	12.11%	148.96	5	1177.HK	中国生物制药	5.71%	89.22
6	000538.SZ	云南白药	6.79%	110.37	6	1951.HK	锦欣生殖	21.16%	82.42
7	300122.SZ	智飞生物	3.20%	90.75	7	2196.HK	复星医药	8.80%	78.05
8	603882.SH	金城医学	11.98%	69.96	8	1833.HK	平安好医生	6.22%	74.33
9	600436.SH	片仔癀	3.59%	61.01	9	1093.HK	石药集团	5.47%	54.26
10	603939.SH	益丰药房	11.24%	52.02	10	0241.HK	阿里健康	1.62%	53.12

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 2: 北上南下资金买卖医药股持股增加市值前十 (20210301-20210305)

北上资金					南下资金				
排名	股票代码	股票名称	股份变化 (万股)	增加市值 (亿元)	排名	股票代码	股票名称	股份变化 (万股)	净买入额 (亿港元)
1	300015.SZ	爱尔眼科	709.53	4.94	1	1177.HK	中国生物制药	5397.40	4.68
2	600763.SH	通策医疗	139.00	3.48	2	1801.HK	信达生物	466.23	3.78
3	002001.SZ	新和成	771.95	3.30	3	2359.HK	药明康德	214.70	3.57
4	300142.SZ	沃森生物	589.73	2.61	4	1877.HK	君实生物	344.40	2.67
5	600276.SH	恒瑞医药	192.94	1.96	5	9926.HK	康方生物-B	454.00	2.42
6	300347.SZ	泰格医药	125.30	1.76	6	3347.HK	泰格医药	130.01	1.93
7	603939.SH	益丰药房	165.89	1.43	7	6185.HK	康希诺生物-B	37.14	1.47
8	300357.SZ	我武生物	177.31	1.25	8	6160.HK	百济神州	80.14	1.45
9	600436.SH	片仔癀	39.22	1.14	9	1548.HK	金斯瑞生物科技	640.20	0.93
10	300760.SZ	迈瑞医疗	21.29	1.08	10	1833.HK	平安好医生	59.39	0.66

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 3: 北上南下资金买卖医药股持股比例前十 (20210301-20210305)

北上资金					南下资金				
排名	股票代码	股票名称	占总股本比例	持股市值 (亿元)	排名	股票代码	股票名称	占总股本比例	持股市值 (亿港元)
1	600276.SH	恒瑞医药	12.42%	664.40	1	1873.HK	维亚生物	23.23%	28.76
2	300347.SZ	泰格医药	12.11%	148.96	2	1558.HK	东阳光药	21.18%	16.77
3	300244.SZ	迪安诊断	12.02%	24.99	3	1951.HK	锦欣生殖	21.16%	82.42
4	603882.SH	金域医学	11.98%	69.96	4	1066.HK	威高股份	16.08%	96.56
5	603939.SH	益丰药房	11.24%	52.02	5	1302.HK	先健科技	16.06%	26.91
6	000423.SZ	东阿阿胶	9.51%	22.43	6	1801.HK	信达生物	15.67%	171.89
7	000999.SZ	华润三九	9.00%	23.12	7	2666.HK	环球医疗	15.47%	16.71
8	600529.SH	山东药玻	8.12%	19.69	8	2186.HK	绿叶制药	14.14%	25.99
9	603883.SH	老百姓	8.12%	21.97	9	6078.HK	海吉亚医疗	13.76%	44.82
10	300015.SZ	爱尔眼科	7.26%	187.80	10	0853.HK	微创医疗	13.19%	99.26

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 4: 北上南下资金买卖医药股持股增加比例前十 (20210301-20210305)

北上资金					南下资金				
排名	股票代码	股票名称	股份变化 (万股)	增加比例	排名	股票代码	股票名称	股份变化 (万股)	增加比例
1	600763.SH	通策医疗	139.00	0.43%	1	9926.HK	康方生物-B	454.00	0.56%
2	300142.SZ	沃森生物	589.73	0.38%	2	1877.HK	君实生物	344.40	0.39%
3	002001.SZ	新和成	771.95	0.36%	3	9966.HK	康宁杰瑞制药-B	339.90	0.36%
4	300357.SZ	我武生物	177.31	0.34%	4	1548.HK	金斯瑞生物科技	640.20	0.33%
5	600529.SH	山东药玻	180.11	0.30%	5	1801.HK	信达生物	466.23	0.32%
6	600285.SH	羚锐制药	170.76	0.30%	6	1177.HK	中国生物制药	5397.40	0.29%
7	603939.SH	益丰药房	165.89	0.30%	7	6826.HK	昊海生物科技	48.95	0.28%
8	603127.SH	昭衍新药	80.02	0.30%	8	6185.HK	康希诺生物-B	37.14	0.15%
9	300497.SZ	富祥药业	122.83	0.22%	9	3347.HK	泰格医药	130.01	0.15%
10	603707.SH	健友股份	196.45	0.21%	10	1789.HK	爱康医疗	162.40	0.15%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3. 重要公司报告摘要

#### 昊海生科 (688366): 眼科业务加速发展, 整合耕耘迈入收获期

国内眼科综合性医疗器械的领航者, 以人工晶体为突破口, 并购整合绘制眼科发展蓝图。

昊海生科成立于 2007 年, 主营业务分为眼科、整形美容与创面护理、骨科、防粘连和止血四个板块。公司以透明质酸系列产品起步, 在 2016 年开始通过并购布局人工晶体, 进军眼科高值耗材领域, 通过近年的整合发展, 已在部分眼科耗材领域取得领先地位, 覆盖从基础型到高端的多品牌多款人工晶体产品以及眼科上下游全产业链。2020 年公司逐渐从疫情影响中恢复, 根据 2020 年业绩快报, 预计 2020 年实现营业收入 13.32 亿元 (-16.95%), 归母净利润 2.3 亿元 (-37.95%); 预计扣非净利润 2.07 亿元 (-42.22%)。

眼科植入物行业在需求、政策、公益多方助推下快速发展。

国内白内障手术量已从 2009 年的 104 万例上升至 2019 年的 440 万例, 每百万人白内障手术例数 (CSR) 从 2011 年的 963 增加到 2019 年的 3143, 手术量复合增速高达 16%。全球 CSR 数据对比来看, 国内跟发达国家以及印度市场还有较大差距, 需要政府主导、眼科界医生支持以及公益推动三方的共同努力, 依靠带量采购、医生培训、公益支持等多种方式提升需求、增加供给, 未来 5 年人工晶体手术量有望快速增长, 达到相对较成熟的水平。

产品迭代储备丰富, 受益轻医美市场行业红利有望快速增长。

公司不同系列玻尿酸产品坚持功能与市场定位差异化, 形成互补优势, 满足消费终端不同需求。公司持续推进着玻尿酸产品的迭代升级, 第三代玻尿酸产品“海魅”定位高端市场, 于 2020 年 8 月 7 日上市。公司始终坚持高效创新的理念, 每三年就推出一款新型的玻尿酸产品, 公司持续不断的研发投入以及产品升级, 有望助推其在医美市场的快速增长中的受益。

#### 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 13.32、16.98、20.12 亿元, 归属于上市公司股东的净利润分别为 2.30、4.07、5.38 亿元, 对应 EPS 分别为 1.30、2.30、3.04 元, 对应 PE 分别为 85、48、36 倍。整体看, 公司的估值有望持续修复, 参考可比公司估值区间, 给予公司 2021 年 65.36 倍 PE, 目标价 150.31 元。给予公司“买入”评级。

**股价催化剂:** ①PRL 产品销售放量; ②人工晶体产品在更多省份中标, 市场占有率持续提升; ③新产品获批销售, 产品线实现拓展。

**风险提示:** 产品研发进度不及预期、产品销售推广不及预期、人工晶体产品在带量采购中未中标的风险

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com