

# 医药生物

证券研究报告

2021年03月14日

## “性价比”选股策略的再思考

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

张雪

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521020004

zhangxue@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:创新药企商业化能力的再思考》 2021-03-07

2 《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

3 《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

### 行业动态:

1) 第十四个五年规划(2021-2025)和2035年远景目标纲要发布,医药主要相关内容包括:①构建强大公共卫生体系、②深化医药卫生体制改革、③健全全民医保制度、④推动中医药传承创新、⑤推动实现适度生育水平、⑥健全婴幼儿发展政策、⑥完善养老服务体系。其中需重点关注全民健康保障工程,涉及到公共卫生中心建设、国际医学中心、区域医疗中心建设、县级医院能力提升。

2) 国家药品监督管理局通过优先审评审批程序附条件批准荣昌生物的注射用泰它西普(商品名:泰爱)上市,适应症为与常规治疗联合,适用于在常规治疗基础上仍具有高疾病活动的活动性、自身抗体阳性的系统性红斑狼疮(SLE)成年患者。

### 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波动依然较大,但部分前期调整幅度较大的公司已初步企稳,部分中小市值公司补跌。上周医药板块下跌3.70%(排名21/28),年初至今医药生物板块下跌6.74%(排名22/28)。

### “性价比”选股策略的再思考:

正如我们在前期周报中的观点“在过去2年中,大市值龙头公司无论是在经营上还是股价上都显著领先于中小公司,市场对于龙头给予了较高的估值溢价,龙头公司强者恒强的走势,使得“性价比”选股策略面临相当大的挑战”。随着龙头公司的波动较大,整体预期收益率的或将下降,使得部分具有估值“性价比”的公司有望获得机会。在具体的公司选择上,我们建议沿着三条路线布局。

1) 确定性高(解决拿得住的问题):随着整体行业增速下降,企业外部竞争挑战显著较大,在选择非龙头公司时,尤其是需要注意公司经营业绩的确定性,这里的确定性分为两个部分,一是公司业务本身的确定性(例如要回避表观估值低,但在可预见的未来会面临较大政策风险的公司),二是公司业务的可验证性(要有相对较为稳健的业绩和经营的沟通和验证渠道),如果公司确定性低,尤其是对于中小公司,将难以应对股价的波动。

2) 空间够大(解决配多少的问题):对于机构投资者而言,如果产品在某个标的配置的比例过低,对于净值难有实质性贡献,所以对于中小市值公司,尽管可能估值上的性价比高,但如果本身远期可预见的市值空间不够,机构投资者很难配置较高持仓(绝对金额)。

我们认为估值便宜不是买入的理由,寻找上市公司的超预期,并与产品本身的投资策略(考核周期、产品规模、收益预期等)加以匹配是“性价比”策略的关键。

### 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、凯莱英、信达生物(H)、泰格医药; 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：“性价比”选股策略的再思考

### 行业动态：

- 1) 第十四个五年规划（2021-2025）和 2035 年远景目标纲要发布，医药主要相关内容包括：①构建强大公共卫生体系、②深化医药卫生体制改革、③健全全民医保制度、④推动中医药传承创新、⑤推动实现适度生育水平、⑥健全婴幼儿发展政策、⑥完善养老服务体系。其中需重点关注全民健康保障工程，涉及到公共卫生中心建设、国际医学中心、区域医疗中心建设、县级医院能力提升。

图 1：全民健康保障工程内容

专栏 17 全民健康保障工程	
01 疾病预防控制	启动中国疾病预防控制中心二期项目，依托现有疾控机构建设 15 个左右区域公共卫生中心，升级改造 20 个左右国家重大传染病防控救治基地、20 个左右国家紧急医学救援基地。
02 国家医学中心	加强国家心血管、呼吸、肿瘤、创伤、儿科等医学中心建设。聚焦重大病种，打造若干引领国内、具有全球影响力的高水平医学中心和医学创新转化中心。
03 区域医疗中心	支持高水平医疗机构在外出就医多、医疗资源薄弱的省份建设一批区域医疗中心，建成河北、河南、山西、辽宁、安徽、福建、云南、新疆等区域医疗中心。
04 县级医院	推动省市优质医疗资源支持县级医院发展，力争新增 500 个县级医院（含中医院）达到三级医院设施条件和服务能力。
05 中医药发展	打造 20 个左右国家中医药传承创新中心，20 个左右中西医协同旗舰医院，20 个左右中医疫病防治基地，100 个左右中医特色重点医院，形成一批中医优势专科。
06 全民健身场地设施	新建、改扩建 1000 个左右体育公园，建设户外运动、健身休闲等配套公共基础设施。推进社会足球场地和体育健身步道建设。

资料来源：新华网，天风证券研究所

- 2) 国家药品监督管理局通过优先审评审批程序附条件批准荣昌生物的注射用泰它西普（商品名：泰爱）上市，适应症为与常规治疗联合，适用于在常规治疗基础上仍具有高疾病活动的活动性、自身抗体阳性的系统性红斑狼疮（SLE）成年患者。

### 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波动依然较大，但部分前期调整幅度较大的公司已初步企稳，部分中小市值公司补跌。上周医药板块下跌

3.70% (排名 21/28), 年初至今医药生物板块下跌 6.74% (排名 22/28)。

### “性价比”选股策略的再思考：

正如我们在前期周报中的观点“在过去 2 年中，大市值龙头公司无论是在经营上还是股价上都显著领先于中小公司，市场对于龙头给予了较高的估值溢价，龙头公司强者恒强的走势，使得“性价比”选股策略面临相当大的挑战”。随着龙头公司的波动较大，整体预期收益率的或将下降，使得部分具有估值“性价比”的公司有望获得机会。在具体的公司选择上，我们建议沿着三条路线布局。

- 1) 确定性高 (解决拿得住的问题)：随着整体行业增速下降，企业外部竞争挑战显著较大，在选择非龙头公司时，尤其是需要注意公司经营业绩的确定性，这里的确定性分为两个部分，一是公司业务的本身的确定性 (例如要回避悲观估值低，但在可预见的未来会面临较大政策风险的公司)，二是公司业务的可验证性 (要有相对较为稳健的业绩和经营的沟通和验证渠道)，如果公司确定性低，尤其是对于中小公司，将难以应对股价的波动。
- 2) 空间够大 (解决配多少的问题)：对于机构投资者而言，如果产品在某个标的配置的比例过低，对于净值难有实质性贡献，所以对于中小市值公司，尽管可能估值上的性价比高，但如果本身远期可预见的市值空间不够，机构投资者很难配置较高持仓 (绝对金额)。

我们认为估值便宜不是买入的理由，寻找上市公司的超预期，并与产品本身的投资策略 (考核周期、产品规模、收益预期等) 加以匹配是“性价比”策略的关键。

### 天风证券医药团队近期建议选股思路 (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、凯莱英、信达生物 (H)、泰格医药
- 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. 北上和南下资金情况

截止 2021 年 3 月 12 日，北上资金持股市值最高的公司为恒瑞医药，达 610.07 亿元，南下资金持股市值最高的公司为药明生物，达 279.95 亿港元；

截止 2021 年 3 月 12 日，北上资金持股比例最高的公司为恒瑞医药，为 12.41%，南下资金持股比例最高的公司为维亚生物，为 22.97%；

2021 年 3 月 8-12 日，北上资金持股市值增加最高的公司为爱尔眼科，增加约 2.98 亿元，南下资金持股市值增加最高的公司为信达生物，增加约 2.80 亿港元；

2021 年 3 月 8-12 日，北上资金持股比例增加最高的公司为昭衍新药，增加 0.81%，南下资金持股比例增加最高的公司为康方生物，增加 0.55%。

表 1：北上南下资金买卖医药股持股市值前十 (20210308-20210312)

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	12.41%	610.07	1	2269.HK	药明生物	7.29%	279.95
2	300760.SZ	迈瑞医疗	5.83%	272.16	2	1801.HK	信达生物	15.93%	182.30
3	603259.SH	药明康德	5.49%	188.20	3	0853.HK	微创医疗	13.26%	96.63
4	300015.SZ	爱尔眼科	7.38%	188.11	4	1066.HK	威高股份	15.83%	92.94
5	300347.SZ	泰格医药	12.34%	144.69	5	1177.HK	中国生物制药	5.71%	90.08
6	000538.SZ	云南白药	6.76%	109.44	6	1951.HK	锦欣生殖	20.15%	76.65
7	300122.SZ	智飞生物	3.27%	88.81	7	2196.HK	复星医药	8.86%	74.55
8	603882.SH	金域医学	12.18%	67.64	8	1833.HK	平安好医生	6.35%	70.64
9	600436.SH	片仔癀	3.60%	58.17	9	1093.HK	石药集团	5.32%	60.56
10	603939.SH	益丰药房	11.63%	52.60	10	0241.HK	阿里健康	1.62%	52.31

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 (20210308-20210312)

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	523.88	2.98	1	1801.HK	信达生物	380.56	2.80
2	603127.SH	昭衍新药	218.25	2.70	2	9926.HK	康方生物-B	449.80	1.89
3	002007.SZ	华兰生物	693.67	2.65	3	1833.HK	平安好医生	145.92	1.42
4	300347.SZ	泰格医药	197.68	2.58	4	2500.HK	启明医疗-B	222.15	1.36
5	300601.SZ	康泰生物	169.44	2.18	5	6185.HK	康希诺生物-B	46.87	1.33
6	300759.SZ	康龙化成	189.59	2.03	6	1548.HK	金斯瑞生物科技	500.20	0.65
7	300558.SZ	贝达药业	183.47	1.89	7	2196.HK	复星医药	136.45	0.45
8	603939.SH	益丰药房	214.63	1.74	8	0853.HK	微创医疗	119.87	0.43
9	300676.SZ	华大基因	144.22	1.74	9	6855.HK	亚盛医药-B	116.68	0.38
10	300122.SZ	智飞生物	108.36	1.67	10	9969.HK	诺诚健华-B	212.90	0.38

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 (20210308-20210312)

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.S	恒瑞医药	12.41%	610.07	1	1873.HK	维亚生物	22.97%	28.91
2	300347.SZ	泰格医药	12.34%	144.69	2	1558.HK	东阳光药	21.28%	16.72
3	603882.S	金域医学	12.18%	67.64	3	1951.HK	锦欣生殖	20.15%	76.65
4	300244.SZ	迪安诊断	11.92%	22.76	4	1302.HK	先健科技	16.06%	25.71
5	603939.S	益丰药房	11.63%	52.60	5	1801.HK	信达生物	15.93%	182.30
6	000423.SZ	东阿阿胶	9.45%	21.81	6	1066.HK	威高股份	15.83%	92.94
7	000999.SZ	华润三九	9.05%	22.62	7	2186.HK	绿叶制药	14.26%	24.89
8	600529.S	山东药玻	8.26%	19.12	8	2666.HK	环球医疗	14.00%	16.58
9	603883.S	老百姓	8.02%	20.18	9	0853.HK	微创医疗	13.26%	96.63

10	300015.SZ	爱尔眼科	7.38%	188.11	10	1548.HK	金斯瑞生 物科技	13.22%	33.23
----	-----------	------	-------	--------	----	---------	-------------	--------	-------

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 (20210308-20210312)

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	603127.SH	昭衍新药	218.25	0.81%	1	9926.HK	康方生物 -B	449.80	0.55%
2	300558.SZ	贝达药业	183.47	0.44%	2	2500.HK	启明医疗 -B	222.15	0.50%
3	603939.SH	益丰药房	214.63	0.39%	3	6855.HK	亚盛医药 -B	116.68	0.46%
4	002007.SZ	华兰生物	693.67	0.38%	4	0719.HK	山东新华 制药股份	220.14	0.35%
5	300294.SZ	博雅生物	160.32	0.37%	5	9966.HK	康宁杰瑞 制药-B	273.50	0.29%
6	300676.SZ	华大基因	144.22	0.35%	6	1801.HK	信达生物	380.56	0.26%
7	000710.SZ	贝瑞基因	95.62	0.27%	7	1548.HK	金斯瑞生 物科技	500.20	0.26%
8	300601.SZ	康泰生物	169.44	0.25%	8	6185.HK	康希诺生 物-B	46.87	0.19%
9	300759.SZ	康龙化成	189.59	0.24%	9	0512.HK	远大医药	587.75	0.17%
10	300347.SZ	泰格医药	197.68	0.23%	10	6826.HK	昊海生物 科技	29.15	0.16%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3. 重要公司报告摘要

#### 英科医疗 (300677): 跨越式成长为全球手套龙头

##### 公司 2020 年业绩大幅增长, 产能快速扩张

受益于一次性手套量价齐升, 公司业绩大幅增长。公司已公告预计 2020 年归母净利润 68~73 亿元, 同比增长 3713.45%~3993.85%。截至 2021 年 2 月 9 日, 公司一次性手套年化总产能约 450 亿只, 其中丁腈手套 210 亿只, PVC 手套 240 亿只, 相比于 2019 年的合计产能 190 亿只 (丁腈 50 亿只), 增加 260 亿只 (丁腈+160 亿)。

##### 一次性手套仍供不应求, 预计价格维持高位运行

目前全球新冠疫情整体有所缓解, 主要受益于新冠疫苗接种及北半球天气转暖, 但鉴于存量患者较大 (截止至 2021 年 3 月 2 日, 全球现存存量患者约 2162 万人, 每日新增约 36.6 万人), 疫苗实现大范围接种仍需要时间 (美国预计到 2022 年前时候实现“群体免疫”目标), 疫情的防治使得一次性防护手套需求量依然庞大; 而在供给层面, 新建手套产线需要较长建设周期 (平均 8-9 个月), 而全球手套核心区域——马来西亚因为新冠疫情关闭部分工厂, 产能的爬升释放受到影响, 根据公司公告, 英科医疗的 PVC 手套和丁腈手套一直处于满产满销状态, 部分客户订单已排期至 2021 年三季度。综合来看, 我们预计公司手套价格至少到 2021 年上半年仍可维持, 将为公司带来显著业绩弹性。

##### 英科医疗具备多重竞争优势, 未来有望成为全球手套之王

我们预计新冠疫情后, 原有需求场景的持续增长叠加防控意识提升所形成的新使用场景,

将推动全球一次性手套需求维持约 10%左右的稳健增长。英科医疗相比竞争对手（尤其马来西亚等地区企业），在人力资源、原材料、能源、土地、产业链配套等方面拥有多重优势。目前公司计划扩大安徽淮北、江西九江、安徽安庆、湖南临湘、山东青州、河南商丘及越南等生产基地的产能，预计非乳胶手套年化产能可在未来 12-15 个月增加至约 1200 亿只（绝大部分为更先进的生产线），届时英科医疗有望超过 Top Glove（顶级手套）成为世界最大的一次性手套供应商。

### 盈利预测与投资评级

我们预测 2020~2022 年营业收入分别为 130.55 亿元/285.59 亿元/297.83 亿元，同比增长分别为 526.8%、118.8%和 4.3%；预测归母净利润分别为 69.61 亿元/141.30 亿元/109.31 亿元，对应 EPS 分别为 19.76/40.12/31.04 元。参考可比公司估值，给予公司 2021 年 7.7 倍 PE，对应市值 1088.03 亿元，目标价 308.91 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**公司产能项目建设进度不及预期；全球一次性手套产能过剩的风险；一次性手套价格波动的风险；原材料供应不足的风险；原材料价格上涨超过预期的风险

## 华兰生物（002007）：疫苗业务大幅增长，整体业绩符合预期

### 整体业绩符合预期

公司发布 2020 年业绩快报，预计实现营业收入 50.23 亿，同比增长 35.76%；预计实现归属于上市公司股东净利润 16.04 亿，同比增长 25.00%。2020 年 Q4 单季度预计实现营业收入 19.50 亿，同比增长 83.74%，预计实现归属于上市公司股东净利润 6.40 亿，同比增长 100.28%。整体业绩符合预期。

### 疫苗业务大幅增长

受益于疫情防控下接种率的提升，以及公司产能扩张的释放，2020 年疫苗业务预计实现大幅增长，推动公司收入利润增长。根据中检院批签发数据，2020 年公司四价流感疫苗批签发 2062 万支，同比增长 146.67%；三价流感疫苗批签发 253 万支。随着后续民众防控意识的提高，公司流感疫苗业务有望继续增长。

### 血液制品业务短期承压

疫情期间防控措施影响单采血浆站采浆，进而影响公司下游血液制品产品的生产销售。根据中检院批签发数据，2020 年公司白蛋白批签发 246 万瓶（10g 计），同比减少 16.74%；静丙批签发 128 万瓶（2.5g 计），同比减少 29.99%；狂免批签发 118 万瓶（200IU 计），同比减少 6.09%；破免批签发 152 万瓶（250IU 计），同比减少 8.31%；乙免批签发 21 万瓶（200IU 计），同比增长 64.57%；PCC 批签发 60 万瓶（200IU 计），同比增长 40.40%；八因子批签发 54 万瓶（200IU 计），同比减少 14.05%。随着疫情缓解，预计血液制品业务稳步恢复。

### 估值与评级

看好公司作为血液制品和流感疫苗龙头的长期发展，维持公司 2021-2022 年预计归母净利润 19.7/23.8 亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品质量控制风险、原材料供应不足、新设浆站申请获批不及预期、新产品未能顺利取得注册证、成本增加的风险、项目投资风险；快报为初步核算数据，请以年报为准。

## 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