

增持

——维持

日期：2021年03月15日

行业：医药制造业



分析师：魏贇

Tel: 021-53686159

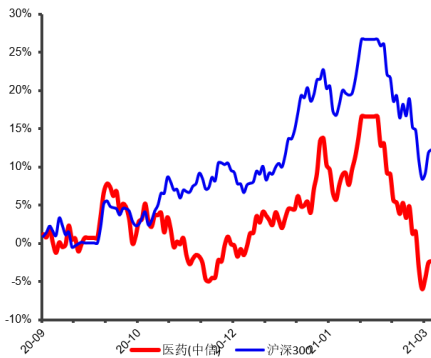
E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号：S0870513090001

### 行业经济数据跟踪（2020年1-12月）

销售收入（亿元）	24857.30
累计增长	4.50%
利润（亿元）	3506.70
累计增长	12.80%

### 近6个月行业指数与沪深300比较



报告编号：WY21-QIT01

首次报告日期：

相关报告：

证券研究报告/行业研究/季度策略

# 着眼业绩 立足长远

## ——医药行业春季投资策略

### ■ 主要观点

#### 两会关注公共卫生体系建设 医保减征导致收支趋紧

两会政府工作报告提出继续深化公立医院改革，加快推进分级诊疗，通过集采及医保费用优化使用和报销等措施，降低患者负担。从税收、贷款等方面给予创新企业优惠机制，对于创新药和器械相关领域构成直接利好。2020年全年医保基金（含生育保险）总收入、总支出分别为24638.61亿元、20949.26亿元，增幅分别为5.6%、5.0%，累计结余31373.38亿元，本年结余为3689亿元，同比增长8.9%，收支结余率为14.97%，低于2011~2019年的均值15.96%。

#### 新冠疫苗接种提速

国内疫苗接种目前大约5000万剂次，上半年计划达到40%，二季度接种预计提速。抗疫进入下半场。疫情常态化假设前提下，新冠疫苗将为企业带来长期稳定利润源，二季度接种提速也将逐步体现在上市公司业绩层面，有望带来较大的利润弹性。相对而言，我们认为当前除了已经紧急获批上市的康希诺腺病毒载体疫苗之外，首先值得关注的是重组蛋白路线疫苗，同时也建议关注与海外企业合作的mRNA和腺病毒载体疫苗的临床研究进展及产能建设进展情况。

#### 1~12月医药制造业利润增速达12.80%

医药制造业2020年1-12月实现主营业务收入24857.30亿元，同比上涨4.50%；受疫情影响，收入增速为近十年最低。实现利润总额3506.7亿元，同比增长12.80%，增速超预期。

#### 近六个月医药指数跑输沪深300 近14个百分点

截至3月12日，以六个月区间统计，医药指数下跌3.12%，跑输沪深300指数13.77个百分点。

### ■ 投资建议

#### 未来十二个月内，维持医药行业“增持”评级

医药行业的估值分化会长期持续，2021年应该自下而上，基于业绩，着眼长远，寻找更具确定性的个股。在二季度，短期来看，子行业的估值差异仍会有所收敛，结合历史分位数和业绩情况，我们认为当前医疗器械和原料药板块相对更具有配置机会。但从长期看，业绩确定性的核心资产仍然会有相对更好的表现。未来一段时间，这些核心资产将逐渐进入投资价值区间。

### ■ 数据预测与估值：

#### 重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E		
药明康德	603259	139.84	0.78	1.24	1.61	179.28	112.77	86.86	10.02	增持
益丰药房	603939	81.79	0.98	1.31	1.71	83.18	62.44	47.70	35.48	增持
迈瑞医疗	300760	384.03	3.85	4.80	5.80	99.74	79.94	66.17	21.17	谨慎增持
智飞生物	300122	169.64	1.48	2.06	2.58	114.70	82.24	65.83	32.94	增持

资料来源：上海证券研究所 股价数据为2021年3月12日收盘价

## 一、医保减征导致职工医保收入下降 1.4%

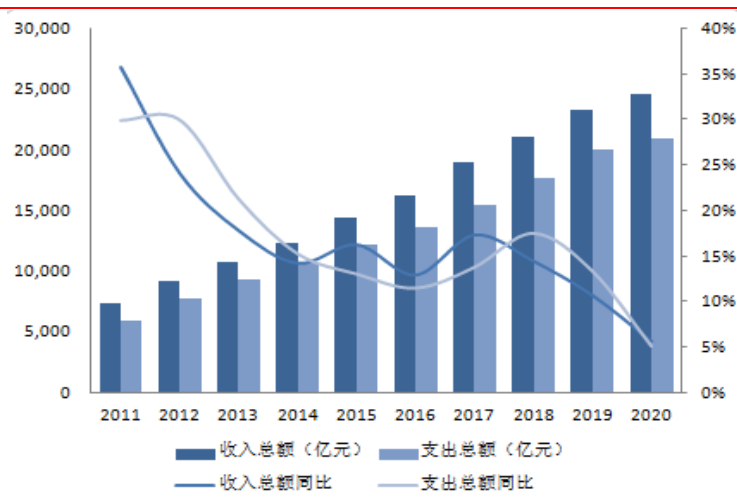
### 1.1 医保减征导致职工医保收入下降 1.4%

根据《2020年医疗保障事业发展统计快报》(以下简称《快报》),2020年全年医保基金(含生育保险)总收入、总支出分别为24638.61亿元、20949.26亿元,年末累计结存31373.38亿元。据此计算,医保收入增幅、支出增幅分别为5.6%、5.0%,本年收支结余为3689亿元,同比增长8.9%,收支结余率为14.97%,比2019年略高0.45个百分点,但低于2011~2019年的均值15.96%。

受阶段性减半征收单位缴费的影响,职工医保收入同比下降1.4%,全年职工基本医疗保险基金(含生育保险)收入15624.61亿元,其中,征缴收入(含生育保险)14796.47亿元。基金(含生育保险)支出12833.99亿元,同比增长1.3%。职工基本医疗保险基金(含生育保险)年末累计结存25323.51亿元,其中统筹基金累计结存15396.56亿元,个人账户累计结存9926.95亿元。

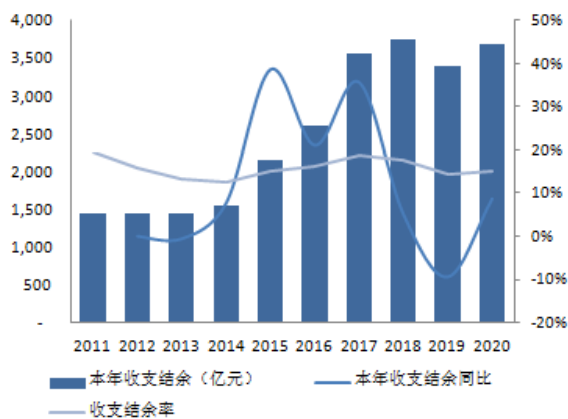
全年城乡居民基本医疗保险基金收入9014.01亿元,同比增长5.1%;支出8115.27亿元,同比下降0.9%。年末累计结存6049.88亿元。

图 1 近十年医保收入和支出概况



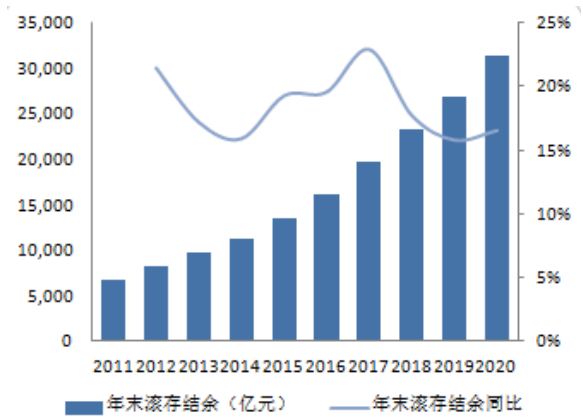
数据来源: 国家医保局 财政部 上海证券研究所

图 2 近年医保收支结余情况



数据来源：国家医保局 财政部上海证券研究所

图 3 近年医保滚存结余情况



数据来源：国家医保局 财政部上海证券研究所

2020年医保阶段性减半征收职工医保单位缴费,2~7月份为975万家参保单位累计减征1649亿元,其中为企业减征超1500亿元。为全力做好疫情防控工作,各地医保部门向新冠肺炎患者定点收治机构预拨专项资金194亿元,全年累计结算新冠肺炎患者医疗费用28.4亿元,其中,医保基金支付16.3亿元。如果把减征部分加回,那么2020年医保收入端为26288亿元,收入增幅为12.65%,增幅与既往2011~2019年相比,为次低水平。

医保收支压力犹存,从长期看,今后随着就业人群比例的下降、老龄化人群比例的增加,两者之间的剪刀差会加剧医保收、支压力。我们认为,医保资金使用效率提升的需求、医保支出结构优化的趋势长期存在,倒逼企业从一般仿制制剂往难仿制剂、创新上发展,推动医药产业整体走入转型升级道路。

## 1.2 两会重点关注公卫建设、医疗服务、疫苗、创新等

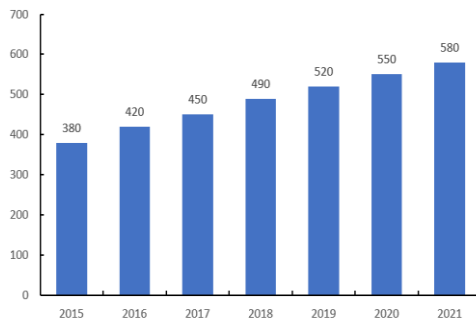
两会政府工作报告涉及医药、医疗行业的重点内容如下:

1、深化公立医院综合改革:继续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、加强全科医生和乡村医生队伍建设:加强全科医生和乡村医生队伍建设,提升县级医疗服务能力,加快建设分级诊疗体系。

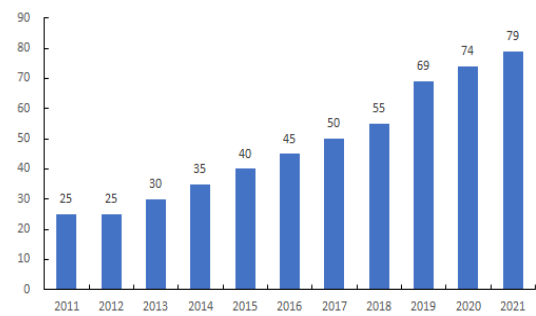
3、提高医保及基本公卫补助:居民医保和基本公共卫生服务经费人均财政补助标准分别再增加30元和5元,推动基本医保省级统筹、门诊费用跨省直接结算。增加后,居民医保人均财政补助达到每人每年580元,基本公共卫生服务经费人均财政补助标准达到每人每年79元。

图 4 近年城乡居民医保补助标准（元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 5 近年人均基本公共卫生服务经费补助标准（元）



数据来源：卫健委 中国政府网 上海证券研究所

4、发展中医药工作：坚持中西医并重，实施中医药振兴发展重大工程。要加快推进中医药现代化、产业化，坚持中西医并重，推动中医药和西医药相互补充、协调发展，推动中医药事业和产业高质量发展，推动中医药走向世界。

5、支持社会办医：支持社会办医，促进“互联网+医疗健康”规范发展。

6、强化食品药品疫苗监管：继续强化食品药品疫苗监管。

7、优化预约诊疗等便民措施：优化预约诊疗等便民措施，努力让大病、急难病患者尽早得到治疗。

8、逐步将门诊费用纳入统筹基金报销：建立健全门诊共济保障机制，逐步将门诊费用纳入统筹基金报销。

9、把更多慢性病、常见病药品等纳入集中带量采购：完善短缺药品保供稳价机制，采取把更多慢性病、常见病药品和高值医用耗材纳入集中带量采购等办法，进一步明显降低患者医药负担。

10、有序推进疫苗研制和免费接种：要更好统筹疫情防控和经济社会发展。坚持常态化防控和局部应急处置有机结合，继续毫不放松做好外防输入、内防反弹工作，抓好重点区域和关键环节防控，补齐短板漏洞，严防出现聚集性疫情和散发病例传播扩散，有序推进疫苗研制和免费接种，提高科学精准防控能力和水平。

此外，报告还指出，要运用市场化机制激励企业创新，强化企业创新主体地位。延续执行企业研发费用加计扣除 75% 政策，将制造业企业加计扣除比例提高到 100%，用税收优惠机制激励企业加大研发投入，着力推动企业以创新引领发展。对先进制造业企业按月全额退还增值税增量留抵税额，提高制造业贷款比重，扩大制造业设备更新和技术改造投资。

从政府工作报告来看，医药健康领域延续一贯思路，继续深化公立医院改革，加快推进分级诊疗，通过集采及医保费用优化使用和报销等措施，降低患者负担，也减轻医保压力。从税收、贷款等

方面给予创新企业优惠机制，对于创新药和器械相关领域构成直接利好。

### 1.3 新冠疫苗国内接种计划上半年达到 40%

中国目前已有四款疫苗批准上市，分别是国药北京生物制品所、国药武汉生物制品所、北京科兴生物、康希诺，其中前三者为灭活疫苗，后者为腺病毒疫苗。香港则预约了科兴、复星/BioNTech 的 mRNA 疫苗和 AZ 的腺病毒载体疫苗，目前前两者已经开始接种。

截至今年 2 月底，国内共接种近 4600 万剂疫苗，目前除康希诺的疫苗为单针接种之外，其他疫苗均为 2 针。按照世界卫生组织的规定要求，疫苗半年的保护期没有问题。

全球都在加快疫苗接种速度。钟南山在 3 月 1 日举办的中美新冠疫情防控与治疗合作论坛上介绍，截至 2021 年 2 月中旬，以色列接种疫苗人数已超过 92%，阿联酋超过 60%，美国、英国已经达到了 30% 的疫苗覆盖率，目前中国的接种率仅为个位数，到今年 6 月，接种率计划达到 40%。二季度接种提速。

在研疫苗进展方面，智飞生物的重组蛋白疫苗已经在海外进行临床 III 期试验，康泰生物引进 AZ 的腺病毒载体疫苗也已经进入海外临床 III 期，国内目前正在报临床阶段，二季度可启动桥接试验。

从价格上看，此前国药北京所的灭活疫苗价格为 200 元/只，一人接种 2 剂次，需要 400 元，目前国药和科兴的灭活苗的价格已经降为 90 元/只，康希诺只需接种 1 剂次，定价预计不高于灭活苗一人份价格。

从产能上看，国药今年有望达到 10 亿剂，未来规划产能 30 亿剂，康希诺产能 2~2.5 亿剂，康泰生物计划今年实现 2 亿剂，智飞生物为 3 亿剂，科兴的产能已经提升至 10 亿剂。

随着疫苗的接种，抗疫进入下半场。疫情常态化假设前提下，新冠疫苗将为企业带来长期稳定利润源，二季度接种提速也将逐步体现在上市公司业绩层面，有望带来较大的利润弹性。相对而言，我们认为当前除了已经紧急获批上市的康希诺腺病毒载体疫苗之外，首先值得关注的是重组蛋白路线疫苗，同时也建议关注与海外企业合作的 mRNA 和腺病毒载体疫苗的临床研究进展及产能建设进展情况。

## 二、1~12月医药制造业利润增速达12.80%

根据国家统计局数据，医药制造业2020年1-12月实现主营业务收入24857.30亿元，同比上涨4.50%；受疫情影响，收入增速为近十年最低。实现利润总额3506.7亿元，同比增长12.80%，增速超预期。

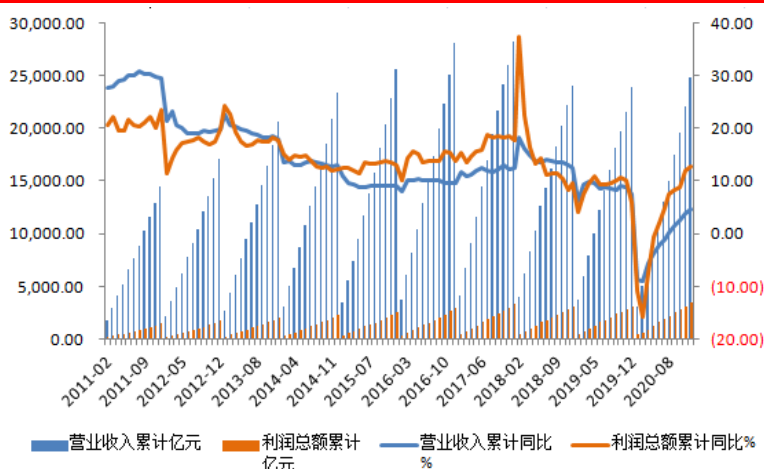
从费用率情况来看，2020年1-12月，销售费用率为18.65%，同比提高了1.93个百分点；管理费用率为6.34%，财务费用率为1.01%，两者与上年同期相比，变化不大。去年全年医药制造业主营业务毛利率为43.06%，与2019年同期下降0.45个百分点；净利润率14.11%，比上年同期提升1.06个百分点。

从单月经营情况来看，2020年6月份收入同比增长转正，4月份利润同比增长转正。利润转好快于收入转好速度，我们认为主要是行业整体销售费用率下降明显，可能与带量采购带来的销售费用减少以及疫情导致差旅费、会议费减少有关，同时减税降费也有一定正面影响。

由于基数效应以及今年防控相关产品和行业仍然会有高增长，今年医药制造业收入增速有望提升至12%以上，疫情影响逐步消除之后，由于带量采购常态化、高值耗材、中药也将集采等因素影响，长期看医药制造业的收入增速仍然会长期维持在个位数水平。

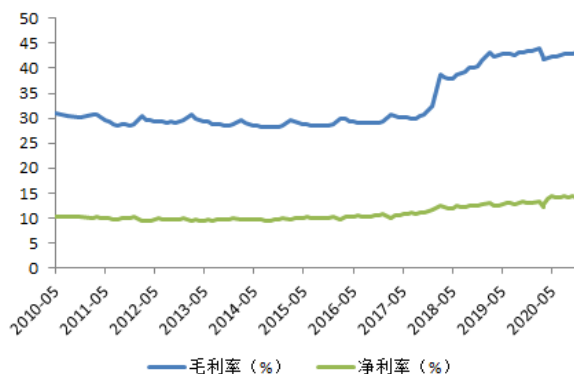
利润增速方面，我们认为今年利润增速有望保持在12%以上，未来随着创新高品质药械占比的提升，产业内部结构的改善，不必要费用的压缩等多重因素的影响，利润增速有望回归到10%以上，净利率水平有望保持在14%以上左右。

图6 近十年医药制造业收入利润概况



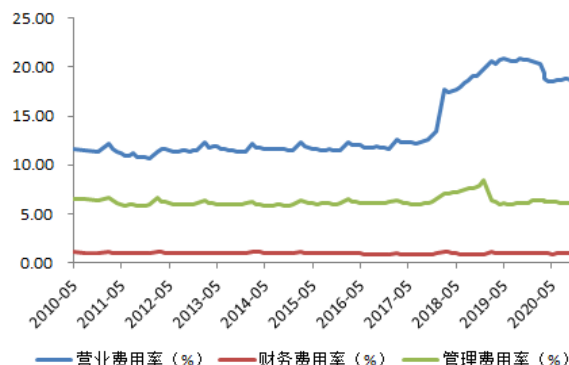
数据来源: Wind 上海证券研究所

图7 近年来医药制造行业主营业务毛利率、净利率变化



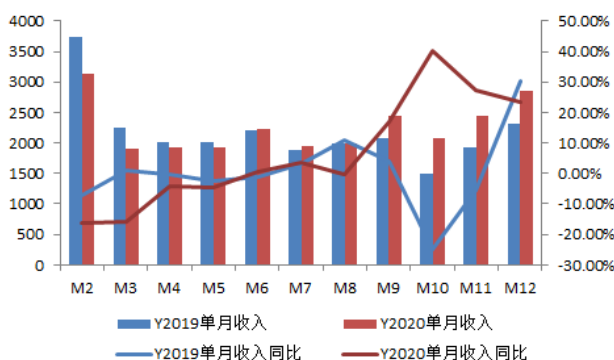
数据来源: Wind 上海证券研究所

图8 近年来医药制造行业期间费用率变化



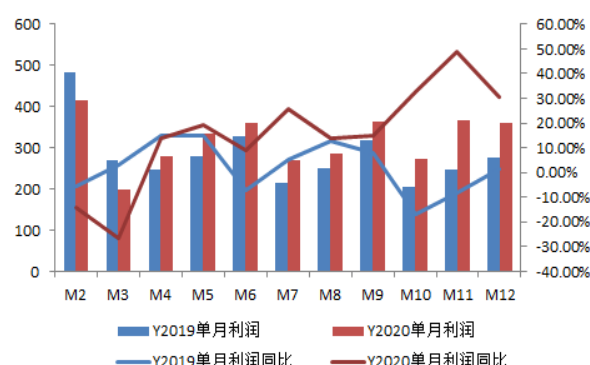
数据来源: Wind 上海证券研究所

图9 2019-2020年单月医药制造业收入和增速



数据来源: Wind 上海证券研究所

图10 2019-2020年单月医药制造业利润和增速



数据来源: Wind 上海证券研究所

### 三、1~3月医药板块表现综述

#### 3.1 近六个月医药指数跑输沪深300 近14个百分点

截至3月12日,以六个月区间统计,医药指数下跌3.12%,跑输沪深300指数13.77个百分点,年初至今,医药板块下跌6.56%,跑输沪深300指数4.26个百分点。

子板块中,近六个月医疗服务板块涨幅最大,上涨24%,中药饮跌幅最大,为-41.69%,主要受权重占比57.4%的ST康美大幅下跌的影响。

图 11 近 6 个月医药指数走势图 (截至 3 月 12 日)

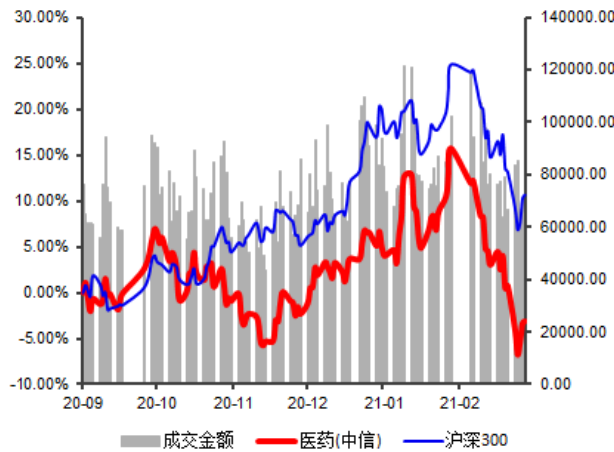
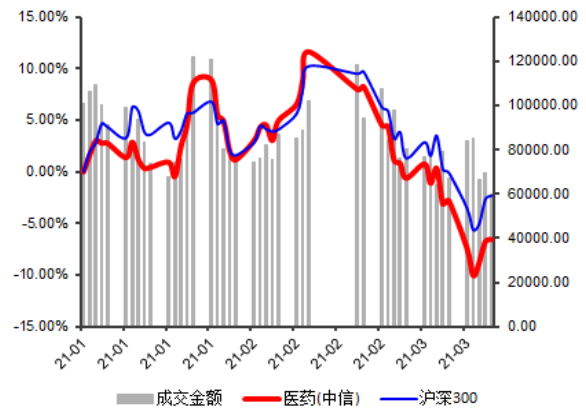


图 12 年初至今医药指数走势图 (截至 3 月 12 日)



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 1 近 6 个月、近 1 个月医药各细分板块的市场表现 (截至 3 月 12 日)

子行业	近 6 个月			近 1 个月		
	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300
中药饮片(中信)	-41.69%	-38.56%	-52.34%	-13.38%	-6.83%	-11.08%
中成药(中信)	-10.13%	-7.01%	-20.78%	-5.08%	1.47%	-2.78%
化学原料药(中信)	-9.98%	-6.85%	-20.63%	-1.59%	4.97%	0.71%
化学制剂(中信)	-9.62%	-6.50%	-20.27%	-13.96%	-7.40%	-11.65%
生物医药III(中信)	-7.56%	-4.43%	-18.21%	-5.80%	0.75%	-3.50%
医药流通(中信)	-5.36%	-2.24%	-16.01%	-0.32%	6.24%	1.99%
医疗器械(中信)	-0.11%	3.01%	-10.76%	-4.98%	1.57%	-2.68%
医疗服务(中信)	24.00%	27.12%	13.35%	-4.22%	2.34%	-1.91%
医药生物	-3.12%	N/A	-13.77%	-6.56%	N/A	-4.25%
沪深 300	10.65%	N/A	N/A	-2.30%	N/A	N/A

数据来源: Wind 上海证券研究所

### 3.2 医药板块大幅回调, 当前估值处在历史中位水平

医药板块估值水平近期大幅回调, 目前绝对估值为 58 倍 (历史 TTM\_整体法, 不调整), 处于近十年的高位水平, 相对于沪深 300 的估值溢价率为 268%, 处于近十年的中位水平。

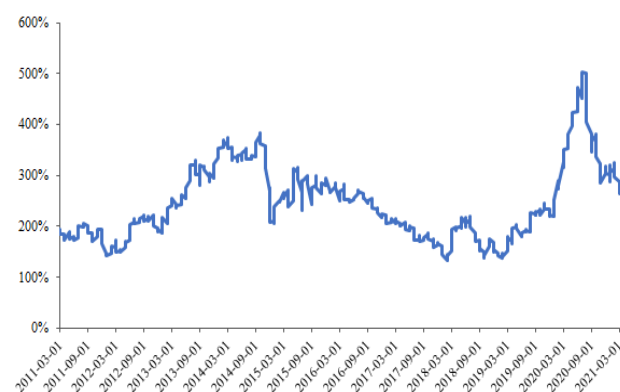


图 13 医药生物板块近年绝对估值（历史 TTM\_整体法）



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 14 医药生物板块近年估值溢价率（历史 TTM\_整体法）



数据来源: Wind 上海证券研究所

各子板块估值分化明显，医疗服务子板块估值最高，PE 为 174 倍。医药商业板块估值较低，PE 为 21 倍。从历史十年绝对估值分位数来看，医疗器械和医药流通相对处于低位，医疗器械分位数较低，主要与疫情防控相关成分个股业绩大幅增长有关。医药流通行业的分位数从全国全面两票制之后的近 3 年（2018 年初）看，该分位数处于中位水平，为 55.51。生物制品、中成药、化学制剂和医疗服务则处于比较高的分位数。

表 2 医药各细分板块的 PE 估值（TTM\_整体法）

板块名称	PE	溢价率	历史十年 PE 分位数
化学原料药(中信)	37.97	139.59%	48.72
化学制剂(中信)	62.23	292.69%	88.96
中药饮片(中信)	0.00	-	0.00
中成药(中信)	50.12	216.23%	89.70
生物医药III(中信)	88.55	458.75%	94.44
医药流通(中信)	20.97	32.34%	18.97
医疗器械(中信)	41.44	161.47%	21.00
医疗服务(中信)	173.58	995.28%	88.18
医药(中信)	58.28	267.76%	89.29
沪深 300	15.85	-	95.35

数据来源: Wind 上海证券研究所 数据截至 3 月 12 日

## 四、回归业绩，着眼长远

### 4.1 估值分化短期趋于收敛 长期维持“增持”评级

我们对未来一段时期医药行业的增长仍然持乐观态度：1) 国内老龄化加速、医药消费具有刚需性质，医药行业的需求侧景气度

高，人们对优质医疗资源的追求并没有改变，且对高端产品和服务的需求持续增加；2) 医药供给侧改革政策已经进入稳态，医药行业存量市场的结构调整和创新增量发展会一直持续。带量采购、医保支付结构调整推动下的支付端改革，推动行业集中度迅速提升，龙头企业强者恒强，更加健康的产业环境能够推动医药行业长期向好发展；3) 疫情使公共卫生应急系统的短板暴露，基于补短板的医疗新基建投资，将促进医疗软、硬件设备的增长。高端医疗设备的研发将加速。此外国内疫情控制良好、产业链相对完善，使国内企业借机实现海外市场拓展、扩张以及自身的成长，提升了国内企业在全供应链上的地位。我们继续维持医药行业“增持”评级。

从投资策略上，我们认为，尽管市场出现较大回调，但资金的流入趋势、创业板制度的改革、科创板的设立使得优质个股的市值上限会被打破，行业的估值中枢应该上调，龙头公司保持一定程度的高估值会成为常态，但分化会持续加剧；另外一方面，高估值需要确定性的业绩来平衡。

我们认为，医药行业的估值分化会长期持续，2021年应该自下而上，基于业绩，着眼长远，寻找更具确定性的个股，包括在当前行业已经具备竞争优势的龙头企业，或者占据赛道优势的公司，或者有望满足临床尚未满足需求的创新型企业或者潜在龙头。在二季度，短期来看，子行业的估值差异仍会有所收敛，结合历史分位数和业绩情况，我们认为当前医疗器械和原料药板块相对更具有配置机会。但从长期看，业绩确定性的核心资产仍然会有相对更好的表现。未来一段时间，这些核心资产将逐渐进入投资价值区间。

## 4.2 重点跟踪股票

### 4.2.1 药明康德 (603259)：业绩保持快速增长，持续完善业务布局

公司作为覆盖新药研发全产业链的 CRO 龙头企业，近年受益于全球创新药研发热潮，业绩增长迅速。2020 年公司业绩快报显示，公司营业收入、归母净利润分别同比增长 29%、60%。公司拥有庞大、多样且忠诚的客户群，保障公司订单来源稳定。

受疫情影响，公司美国区实验室服务同比略有下降，但国内业务在去年二季度恢复运营之后，下半年海外订单饱满，收入强劲增长。CDMO 业务项目储备丰富，小分子 CDMO 服务项目所涉新药物分子项目超过 1300 个 (III 期临床 45 个，商业化项目 28 个)，随着项目推进，临床后期及商业化订单收入及占比有望增加。客户粘性强，全球前 20 大制药企业占公司整体收入比重约 31.9%。公司还不断拓展长尾客户。我们认为，公司产能和业务布局的不断完善，

以及长尾客户的逐步成长将有望共同驱动公司的业绩持续成长，我们看好行业和公司未来发展。

风险提示：行业监管政策变化风险；医药研发服务行业竞争加剧风险；科研技术人才流失的风险；知识产权保护风险等。

**表 3 药明康德预测简表**

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,872.21	16,535.43	21,724.32	28,069.74
年增长率	33.89%	28.46%	31.38%	29.21%
归属于母公司的净利润	1,854.55	2,960.24	3,839.11	5,043.33
年增长率	-17.96%	59.62%	30.63%	31.37%
每股收益 (元)	0.78	1.24	1.61	2.12
PER (X)	179.37	113.19	86.65	65.96

数据来源：Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄 3 月 12 日收盘价计算

#### 4.2.2 迈瑞医疗 (300760)：业绩保持较快增长，抗疫打开海外市场

公司作为国内医疗器械的龙头企业，目前已具备良好的市场基础和销售网络。伴随我国医疗器械市场近年的快速成长，以及行业集中度的进一步提升，公司将有望突显龙头优势，迅速抢占市场份额，业绩具备明确成长性。由于疫情因素，国内和国际市场对监护仪、呼吸机、输注泵的需求量大增，从而拉动生命信息与支持业务整体大幅增长。十四五规划强调加强和完善我国公共卫生应急体系建设，全面提升县级医院救治能力以及加强重症监护病区 (ICU)、呼吸、感染等科室建设，有望进一步推动相关医疗器械市场扩容，包括床旁监护系统、呼吸机等设备。此外，公司布局标准化实验室，有望进一步提升基层医疗机构的检验和诊疗水平。公司作为医疗器械龙头企业，拥有较全的产品线以及较强的竞争优势，长期业绩有望进一步受益于公共卫生体系建设。2020 年前三季度，公司营业收入达 160.64 亿元，归母净利润高达 53.63 亿元，三季度已超过 2019 年全年归母净利润。

风险提示：行业监管政策变化风险；产品研发风险；产品价格下降风险；境外经营及国际政策变动风险；汇率波动风险等。

**表 4 迈瑞医疗预测简表**

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	16,555.99	20,072.36	24,121.85	28,799.06
年增长率	20.38%	21.24%	20.17%	19.39%
归属于母公司的净利润	4,680.65	5,840.01	7,055.20	8,454.11
年增长率	25.85%	24.77%	20.81%	19.83%

每股收益 (元)	3.85	4.80	5.80	6.95
PER (X)	99.74	79.94	66.17	55.22

数据来源: Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄 3月12日收盘价计算

#### 4.2.3 益丰药房 (603939): 业绩保持快速增长, 门店数量持续扩张

前三季度, 公司门店数量提升至5496家, (含加盟店611家)。净增门店744家, 其中, 新开门店737家 (含新开加盟店225家), 收购门店68家, 关闭门店61家。2020Q1~3公司营业收入、归母净利润分别同比增长28%、41%。

公司精细化管理带来坪效的持续提升, 门店日均坪效63.34元/平方米, 22家旗舰店的日均坪效148.9元/平方米。公司15.8亿元可转债申请获批, 为持续并购带来支撑。此外, 公司还持续推进医药新零售体系建设, 积极推进慢病管理和线上诊疗服务, 会员深度服务项目取得阶段性进展, 盈利模式基本落地, 新媒体运营和内容运营能力快速提升, 医药电商运营逐步升级到集团化医药新零售体系, 并将成为公司未来业绩增长的新动力。报告期内, 公司O2O多渠道多平台上线门店超过3,500家, 覆盖公司线下所有主要城市, 在O2O和B2C双引擎的策略支撑以及上半年疫情的推动下, 2020H1, 公司实现互联网直营业务销售2.37亿元, 同比增长77.42%。

风险提示: 行业监管政策变化风险; 并购门店经营不达预期的风险; 快速拓展影响短期业绩的风险等。

表 5 益丰药房预测简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,276.17	13,310.52	17,144.93	21,988.21
年增长率	48.66%	29.53%	28.82%	28.25%
归属于母公司的净利润	543.75	724.53	947.44	1,224.07
年增长率	30.58%	33.25%	30.77%	29.20%
每股收益 (元)	0.98	1.31	1.71	2.21
PER (X)	83.18	62.44	47.70	37.07

数据来源: Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄 3月12日收盘价计算

#### 4.2.4 智飞生物 (300122): 业绩增速略超预期, 研发管线持续推进

2020年, 公司预计实现营收151.9亿元, 同比增长43.48%, 实现归母净利润33亿元, 同比增长39.47%。自主产品中, ACYW135多糖疫苗、AC结合疫苗、Hib结合疫苗前三季度的批签发数据分别为423.98万支、201.79万支和340.48万支, 同比增长462%、782%和1140%, 并且完成了预灌封升级优化, 实现量价齐升, 市占率提

请务必阅读尾页重要声明

升显著。代理产品中，四价、九价 HPV 疫苗和轮状病毒疫苗批签发量分别为 436.48 万支、458.74 万支和 301.02 万支，同比增长 10%、144% 和 -2%。公司自研产品已迎来收获期。其中，重组结核杆菌融合蛋白（EC）诊断试剂已获得药品注册批件，并已顺利准入超过 8 个省份。母牛分枝杆菌疫苗（预防用微卡）即将上市，将成为公司近年业绩的核心增长点。新冠疫苗方面，公司与中国科学院微生物研究所共同开发的重组蛋白新型冠状病毒疫苗正在进行临床 III 期试验，目前已经在乌兹别克斯坦紧急获批使用。考虑到全球巨大的接种需求以及公司较大的产能，有望为公司带来丰厚利润。

风险提示：行业监管政策变化风险；产品推广不及预期风险；产品研发不及预期风险；市场竞争加剧风险；疫情加剧风险。

**表 6 智飞生物预测简表**

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,587.32	15,190.37	19,117.75	23,023.62
年增长率	102.50%	43.48%	28.86%	20.43%
归属于母公司的净利润	2,366.44	3,300.45	4,122.91	5,104.49
年增长率	63.05%	39.47%	27.58%	23.81%
每股收益 (元)	1.48	2.06	2.58	3.19
PER (X)	114.70	82.24	65.83	53.17

数据来源：Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄 3 月 12 日收盘价计算

## 五、风险及不确定因素提示

风险因素包括但不限于：

- 1) 政策风险：新的医保政策、药械的带量采购的执行情况将对行业及公司产生影响。
- 2) 降价风险：带量采购对相关品种大幅降价的风险。
- 3) 高估值风险：医药行业部分子行业的估值及估值溢价率目前仍处于历史中高位水平，存在高估值风险。
- 4) 疫情不确定性。
- 5) 商誉减值风险。

## 分析师声明

魏贇

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。