

证券研究报告——医药生物行业2021年4月投资策略

调整后更均衡，优选内生成长

2021-03-31

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 chenyingling@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

■ 行业数据：2021年1-2月因基数效应呈现高速增长，预计2021年前高后低、全年整体有望持续高景气

2021年1-2月医药制造业工业增加值同比增长41.6%，社零总额同比增长33.8%，限额以上中西药品类零售总额同比增长16.9%，均高于去年全年水平，主要由于去年同期受疫情影响基数较低。2020全年职工医保支出增长1.3%、居民医保支出下滑0.9%，国家、各省开展药品、耗材等集中带量采购，医保控费效果显著。我们预计2021年医保支出将保持低速增长、居民消费增速较快，受基数效应影响，2021年同比增速前高后低；全行业整体有望保持较高景气度，但受支付政策、需求结构调整，板块内结构分化将继续。

■ 产业政策：医疗器械监督管理条例修订后公布，LDT模式助力第三方实验室

本次修订将于6月1日起正式施行，从鼓励创新、简化流程、鼓励临床试验、全生命周期医疗器械监管等方面进行改革。医疗器械领域将全面实行医疗器械注册人制度（此前从2018年起地方试点、2020年起全国范围推广）。在具体流程措施上，对中低风险医疗器械临床试验实行默示许可，一二三类医疗器械注册均接受自检报告，同时也推出医疗器械领域的附条件批准、紧急使用授权、同情使用等绿色通道。此外，对国内尚无同品种产品上市的体外诊断试剂，可以采取医疗机构内LDT模式使用，具体办法另行制定；这将有利于医院、第三方独立实验室的检测项目增长、技术水平提升、业务模式拓展。

■ 估值和投资建议：大市值高估值公司调整后重归均衡，建议关注内生成长性明确的一二线公司

2021年春节后医药板块因市场风格出现显著调整，大部分优秀的行业龙头白马估值从高位回调幅度较大，而此前持续下跌的公司在节后则多有上涨，板块市值/估值重归均衡。医药行业和优质公司的基本面并未受到影响，后疫情时代创新、国际化、消费升级依然是医药行业的主线条，全球医药行业的竞争格局和产业链转移仍将持续。医药行业细分领域众多、多元化市场需求、差异化竞争策略，使得部分细分赛道二线龙头也具备成长为大市值公司的潜力。

当前时点市场风格、估值相对均衡，优选一线、二线公司中内生长明确的标的，尤其是在后疫情时代全球竞争优势更加凸显的个股。4月份推荐组合为：

A股：恒瑞医药、复星医药、人福医药、普洛药业、长春高新、贝瑞基因、迪安诊断、凯普生物、泰格医药；

港股：中国中药、威高股份、金斯瑞生物科技、远大医药、复宏汉霖-B。

■ 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。

4月策略组合个股估值一览

表：国信医药2021年4月策略组合

	代码	公司简称	股价 210326	总市值 亿元/港币	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
					19A	20A/E	21E	22E	19A	20A/E	21E	22E	19A	20E	
A股组合	600276	恒瑞医药	91.22	4864	1.00	1.33	1.74	2.23	91.3	68.6	52.4	40.9	21.5	2.1	买入
	600196	复星医药	39.16	1004	1.30	1.45	1.72	2.08	30.2	27.0	22.8	18.8	10.4	2.2	买入
	600079	人福医药	30.87	504	0.52	0.97	1.14	1.52	59.8	31.8	27.1	20.3	8.3	0.4	买入
	000739	普洛药业	27.35	322	0.47	0.70	0.80	1.00	58.2	39.1	34.2	27.4	15.56	1.36	买入
	000661	长春高新	436.88	1768	4.39	7.67	10.11	12.67	99.6	56.9	43.2	34.5	26.5	1.3	买入
	000710	贝瑞基因	43.83	155	1.10	0.52	0.72	0.86	39.8	83.6	60.7	50.8	13.9	-	买入
	300244	迪安诊断	35.52	220	0.56	1.17	1.60	1.47	63.5	30.3	22.3	24.2	8.8	0.8	买入
	300639	凯普生物	35.70	84	0.63	1.36	1.36	1.65	57.1	26.3	26.3	21.7	12.8	0.7	买入
	300347	泰格医药	141.71	1236	0.96	2.01	2.03	2.69	146.9	70.5	69.8	52.7	19.9	0.7	买入
港股组合	1548.HK	金斯瑞生物科技	12.22	239	-0.01	-0.11	-0.10	-0.09	-	-	-	-	-	-	买入
	1066.HK	威高股份	14.06	636	0.41	0.46	0.61	0.75	34.5	30.7	23.2	18.8	11.4	1.4	买入
	0512.HK	远大医药	6.39	227	0.29	0.46	0.52	0.61	22.0	13.9	12.3	10.5	13.7	0.5	买入
	0570.HK	中国中药	4.73	238	0.32	0.33	0.40	0.46	15.0	14.3	11.8	10.2	9.87	1.0	买入
	2696.HK	复宏汉霖-B	37.30	203	-1.16	-1.76	-0.80	-0.10	-	-	-	-	-21.88	-	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

市场风格导致近期调整，均衡优选内生成长

- 春节后医药板块调整主要是市场风格所致。从下图中可以看到，2021年春节前后医药板块涨跌幅负相关，2020年及2021年初涨幅较大的公司在节后调整相对较多，而节前下跌的公司在节后则多有上涨。我们认为，本次调整主要是市场风格所致：2020年受疫情影响医药板块整体涨幅较大，尤其是一线白马、优质行业龙头此前估值普遍处于高位、回调比较明显，而我们在3月月报中推荐思路中的二三线优质公司则有相对较好表现。
- 公司质地和增长潜力未受影响，均衡配置内生成长明确的标的。近期调整后板块的估值/市值重归均衡，并不代表医药行业或公司基本面发生了显著变化。我们认为创新、国际化、消费升级对国内医药行业带来长期需求，新冠疫情加速了全球医药行业的竞争格局和产业链转移。医药板块配置可以更加均衡，优选一线、二线公司中内生成长明确的标的，尤其是在后疫情时代全球竞争优势更加凸显的个股。



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：横轴涨跌幅为2020.11.30-2021.02.10，纵轴涨跌幅为2021.02.18-2021.03.26；剔除70亿元以下小市值股票及2020.10以后上市的次新股

医药宏观数据

- 生产端：2021年1-2月医药制造业工业增加值累计同比增长41.6%，去年同期受疫情影响基数较低，随着疫情影响逐步减弱，生产端恢复强劲。
- 需求端：2021年1-2月的社零总额69737亿元，同比增长33.8%，限额以上中西药品类零售总额879亿元，同比增长16.9%，社零数据受低基数影响，1-2月增速较高，中西药品类消费增速弱于整体，主要由于去年同期疫情下医药需求保持了更高的稳定性。
- 支付端：2020全年职工医保支出增长1.3%，居民医保支出下滑0.9%，年末基本医疗保险（含生育保险）累计结存31373.38亿元，医保控费效果显著。

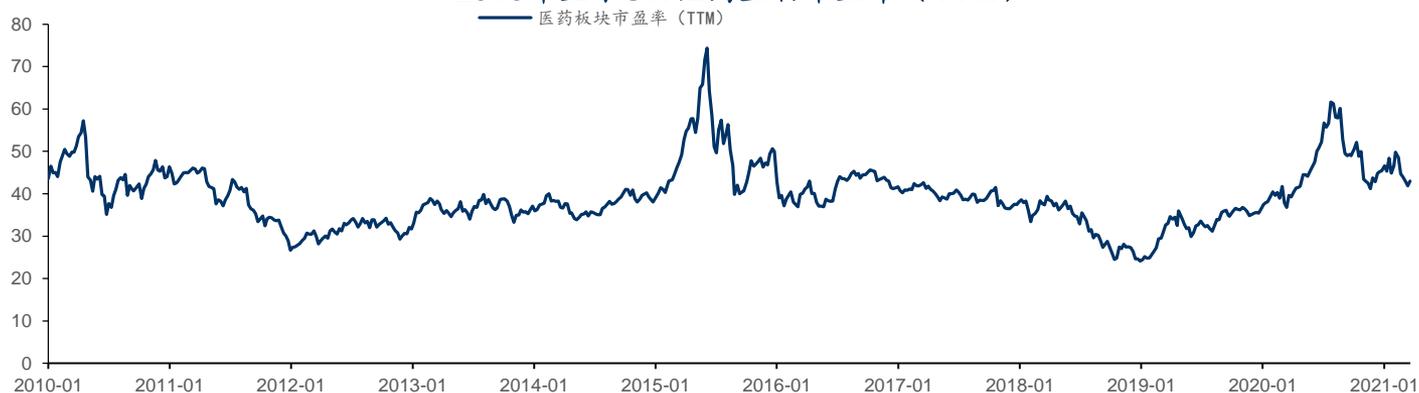
表：医药生产端和需求端宏观数据

类别	指标	累计金额（亿元）	累计同比（%）
医药制造业	工业增加值（1-2月）	-	41.6%
	营业收入（2020全年）	24857	4.5%
	利润总额（2020全年）	3507	12.8%
社会零售总额（1-2月）	总计	69737	33.8%
	限额以上中西药品类	879	16.9%
消费与收入 （2020全年）	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（2020全年）	职工医保支出	12834	1.3%
	居民医保支出	8115	-0.9%

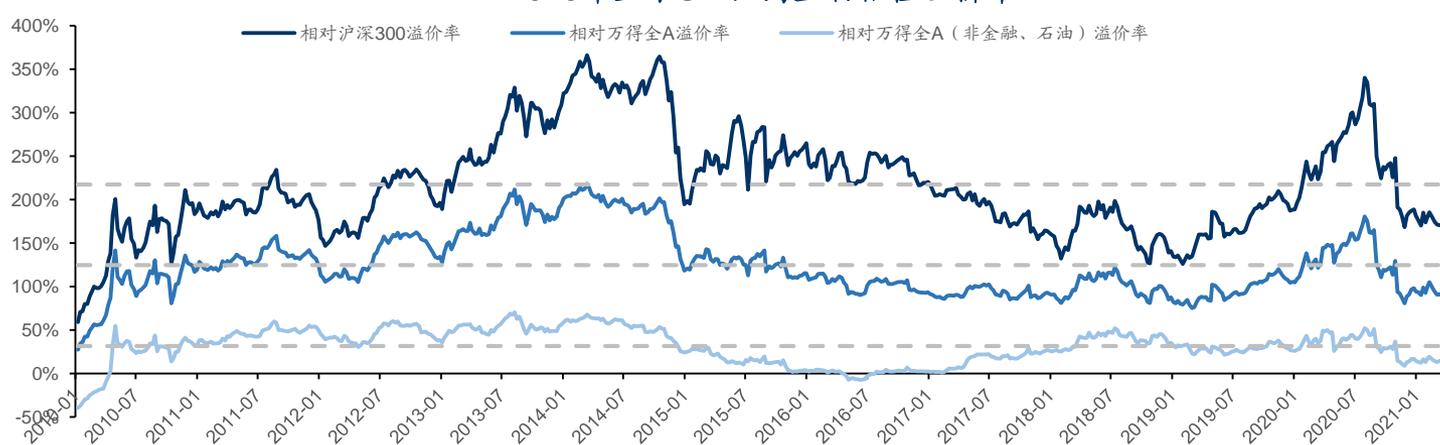
3月医药板块相对估值小幅回落

■ **相对估值水平：**3月医药生物板块市盈率水平仍总体走低，截止2021/03/26，医药生物（申万）市盈率（TTM）为42.96X，相对沪深300、万得全A、万得全A（非金融、石油）估值溢价率持续低于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

医疗器械监督管理条例修订：鼓励创新，从严处罚，MAH制度全面实行

2021年3月18日，国家药监局正式发布了修订后的《医疗器械监督管理条例》，自2021年6月1日起施行。2000年国务院制定《医疗器械监督管理条例》，2014年、2017年分别作了全面修订和部分修改。本次修订从鼓励创新、简化流程、鼓励临床试验、全生命周期医疗器械监管等方面进行改革。修订总体思路：1) 落实药品医疗器械审评审批制度改革要求，夯实企业主体责任；2) 巩固“放管服”改革成果，优化审批备案程序，对创新医疗器械优先审批，释放市场创新活力，减轻企业负担；3) 加强对医疗器械的全生命周期和全过程监管，提高监管效能；4) 加大对违法行为的处罚力度，提高违法成本。

- **全面实行MAH制度：**医疗器械注册人制度此前在各个地区试点，2020年7月开始全国范围内全面推广。此次在修订条例第34、35条中明确生产地域性全面放开，有助力优化行业资源配置，加速产业创新发展，缩短产品上市周期。
- **鼓励创新：**新增第8、9、12条，将医疗器械创新纳入发展重点，对创新医疗器械予以优先审评审批，支持创新医疗器械临床推广和使用，支持医疗器械的基础研究和应用研究，促进医疗器械新技术的推广和应用，在科技立项、融资、信贷、招标采购、医疗保险等方面予以支持，加强医疗器械知识产权保护等。
- **对延续注册和临床试验实行默示许可：**第27条，第三类医疗器械临床试验对人体具有较高风险的，应当经国务院药品监督管理部门批准。国务院药品监督管理部门审批临床试验，应当对拟承担医疗器械临床试验的机构的设备、专业人员等条件，该医疗器械的风险程度，临床试验实施方案，临床受益与风险对比分析报告等进行综合分析，自受理申请之日起60个工作日内作出决定并通知临床试验申办者。逾期未通知的，视为同意。
- **对于罕见病和公共卫生事件的医疗器械可以附条件批准和紧急使用授权：**第19条：对用于治疗罕见疾病、严重危及生命且尚无有效治疗手段的疾病以及应对公共卫生事件等急需的医疗器械，可以附条件批准，加快产品上市。
- **同情使用：**第29条，对正在开展临床试验的用于治疗严重危及生命且尚无有效治疗手段的疾病的医疗器械，经医学观察可能使患者获益，经伦理审查、知情同意后，可以在开展医疗器械临床试验的机构内免费用于其他病情相同的患者，其安全性数据可以用于医疗器械注册申请
- **加快审查审批：**第32条，将生产经营许可审查期限由30个工作日缩短为20个工作日
- **自检报告申报注册由第一类器械扩增到第二类、三类器械。**第14条，第一类医疗器械产品备案和申请第二类、第三类医疗器械产品注册，提交的资料中产品检验报告应当符合国务院药品监督管理部门的要求，可以是医疗器械注册申请人、备案人的自检报告，也可以是委托有资质的医疗器械检验机构出具的检验报告。

医疗器械监督管理条例修订：LDT模式获得认可

- ▶ **认可国内未获批但海外获批的体外诊断试剂在医疗机构采取LDT模式使用：**第53条：对国内尚无同品种产品上市的体外诊断试剂，符合条件的医疗机构根据本单位的临床需要，可以自行研制，在执业医师指导下在本单位内使用。具体管理办法由国务院药品监督管理部门会同国务院卫生主管部门制定。
- ▶ **一次性医疗器械将会出台目录进行管理：**第49条，医疗器械使用单位对重复使用的医疗器械，应当按照国务院卫生主管部门制定的消毒和管理的规定进行处理。一次性使用的医疗器械不得重复使用，对使用过的应当按照国家有关规定销毁并记录。一次性使用的医疗器械目录由国务院药品监督管理部门会同国务院卫生主管部门制定、调整并公布。列入一次性使用的医疗器械目录，应当具有充足的无法重复使用的证据理由。重复使用可以保证安全、有效的医疗器械，不列入一次性使用的医疗器械目录。对因设计、生产工艺、消毒灭菌技术等改进后重复使用可以保证安全、有效的医疗器械，应当调整出一次性使用的医疗器械目录，允许重复使用。
- ▶ **对网络销售平台进行规范和管理：**第46条，为医疗器械网络交易提供服务的电子商务平台经营者应当对入网医疗器械经营者进行实名登记
- ▶ **强调法律责任，落实“四个最严”要求，提高违法成本：**第88-102条。大幅提高罚款幅度。特别是对涉及质量安全的违法行为，最高可处以货值金额30倍的罚款。加大行业和市场禁入处罚力度。为净化市场环境，将严重违法者逐出市场，视违法情节对违法者处以吊销许可证、一定期限内禁止从事相关活动、不受理相关许可申请等处罚措施。增加“处罚到人”规定。对严重违法单位的法定代表人、主要负责人、直接负责的主管人员和其他责任人员，没收违法行为发生期间自本单位所获收入，最高可以并处3倍罚款，5年直至终身禁止其从事相关活动。

医保年度统计快报发布，控费成效显著

- **医保参保人员与收支情况：**截至2020年底，全口径基本医疗保险参保人数达13.61亿人，其中参加职工基本医疗保险人数3.44亿人，同比增幅4.6%；参加城乡居民基本医疗保险人数10.17亿人，同比降幅0.8%。全年基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出分别为24638.61亿元、20949.26亿元，年末基本医疗保险（含生育保险）累计结存31373.38亿元。
- **医保目录调整：**2020年国家医保药品目录调整后，共新增119种药品进入目录，另有29种原目录内药品被调出目录。调整后医保目录内药品总数为2800种，其中西药1426种，中成药1374种。目录内中药饮片未作调整，仍为892种。
- **药品与器械采购：**2020年全国通过省级药品集中采购平台网采订单总金额初步统计为9312亿元，比2019年下降601亿元。国家组织开展第二批、第三批药品集中带量采购，共覆盖87个品种，中选产品平均降价53%；开展国家组织冠脉支架集中带量采购，中选价格从均价1.3万元左右下降至700元左右。
- **支付机制改革：**在30个城市开展DRG付费国家试点工作，30个试点城市全部通过模拟运行前的评估考核，进入模拟运行阶段；中期确定了71个城市开展区域点数法总额预算和DIP付费试点工作。
- **异地结算：**住院费用跨省直接结算定点医疗机构数量为4.44万家，比2019年底增加1.68万家，增长60.87%。国家平台累计直接结算724.83万人次，涉及医疗总费用1759亿元，医保基金支付1038.43亿元。门诊费用直接结算试点工作稳妥推进，京津冀、长三角和西南5省（区、市）等12个先行试点省份开通联网定点医疗机构1.02万家，联网定点药店1.18万家，门诊费用跨省累计直接结算302万人次，涉及医疗总费用7.46亿元，医保基金支付4.29亿元。
- **点评：**随着2018年国家医保局的成立，医保控费力度持续加大，支付机制改革扎实推进，全国药品集采已经进行了四轮，总体控费效果显著，未来集采常态化趋势已然明确，仿制药行业逻辑发生根本性转变。高值耗材集采已经在冠脉支架领域落地，近期骨科等领域预计将纳入集采范围，国产医疗器械面临机遇与挑战，一方面，集采可能对生产企业带来降价压力，目前市场预期较为悲观；另一方面，国产替代进程有望加快，创新器械迭代也有望加快。建议关注研发创新能力较强，产品竞争格局好的药品和器械龙头。

● 细分板块观点

药品板块：板块延续回调，走势趋于平稳

- **医药板块3月延续回调趋势，走势已趋于平稳。**截止3月26日，医药生物板块（申万）月内下跌3.46%，化学制剂子版块下跌3.31%，板块整体延续2月底的回调态势，但跌幅已趋于放缓。随着2020年报业绩陆续披露，部分龙头公司业绩稳健，有助于提振市场信心。
- ✓ **恒瑞医药：**3月多个研发项目取得进展，托伐普坦片获批上市，多西他赛注射液通过一致性评价，注射用卡莫司汀获得ANDA文号，SHR6390片纳入拟突破性治疗品种，SHR-1707注射液获批临床，SHR-1701联合贝伐珠单抗和XELOX一线治疗晚期结直肠癌II/III期试验获批临床、卡瑞利珠单抗联合法米替尼治疗晚期实体瘤的II期研究在美国获批临床。
- ✓ **贝达药业：**2020年实现收入18.70亿元（+20.36%），扣非归母净利润3.34亿元（+60.30%），主要受益于核心品种埃克替尼稳健增长，销售收入同比+20.72%。公司近期MCLA-129注射液、BPI-21668片、BPI-361175片等获批临床，巴替利单抗临床申请获受理，研发项目稳步推进，新产品恩沙替尼2021年有望快速放量，埃克替尼预计仍将稳健增长。
- ✓ **丽珠集团：**2020年实现营收105.20亿元（+12.10%），归母净利润17.15亿元（+31.63%），扣非归母净利润14.32亿元（+20.14%），核心品种艾普拉唑系列、亮丙瑞林微球、疫情相关产品等放量带动整体稳健增长。
- ✓ **人福医药：**麻醉药板块政策壁垒高，竞争格局好，受益于手术量需求增加、手术外应用、新产品上市，行业需求持续提升。近年来公司推进“归核聚焦”战略，清理非核心资产，理顺管理和激励机制，有望重回高质量增长轨道。

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 210326	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20A/E	21E	22E	19A	20A/E	21E	22E	19A	20E	
600276	恒瑞医药	91.22	4864	1.00	1.33	1.74	2.23	91.3	68.6	52.4	40.9	21.5	2.1	买入
600196	复星医药	39.16	1004	1.30	1.45	1.72	2.08	30.2	27.0	22.8	18.8	10.4	2.2	买入
002422	科伦药业	22.48	323	0.65	0.53	0.71	0.82	34.5	42.4	31.7	27.4	7.1	-	买入
000513	丽珠集团	41.14	386	1.39	1.84	2.12	2.50	29.7	22.4	19.4	16.5	11.7	0.7	买入
300558	贝达药业	106.78	441	0.56	0.83	1.16	1.57	191.1	128.7	92.1	68.0	9.4	2.9	增持
600079	人福医药	30.87	504	0.52	0.97	1.14	1.52	59.8	31.8	27.1	20.3	8.3	0.4	买入
1177.HK	中国生物制药	8.00	1509	0.23	0.15	0.17	0.21	28.9	44.4	38.6	32.1	8.7	-0.4	买入
2696.HK	复宏汉霖-B	37.30	203	-1.16	-1.76	-0.80	-0.10	-	-	-	-	-21.88	-	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

原料药：基本面无虞，收益风险比良好

- **原料药板块三月略有下跌。**3月1日至26日，申万原料药III板块略有下滑（-0.81%）。剔除以CXO为主要营收来源的标的后，东药业（+13.14%）、奥锐特（+11.27%）、同和药业（+10.72%）、普洛药业（+8.75%）、奥翔药业（+7.31%）涨幅较大。板块基本面无虞，当前收益风险比良好，推荐持续关注。
- **普洛药业公布20年年报：业绩持续释放，CDMO增长迅速**
 - ✓ 整体业绩符合预期：营收利润双增长，利润端增速喜人。2020年公司实现营业收入78.80亿元（+9.3%），归母净利润8.17亿元（+47.6%）、扣非净利润6.91亿元（+30.5%），利润端增速超营收端。
 - ✓ CDMO业务：毛利率提升明显，前期项目数翻番。CDMO业务2020年实现营收10.55亿元（+46.1%），板块毛利率41.6%，较2019年增加4.3 p.p，提升明显。全年新报价项目540个，进行中项目200个，2020年度项目数较去年同期增长约40%。前期项目数翻番，为后续业绩提供有力保障。
 - ✓ API业务稳健增长，制剂业务受限疫情下滑明显。原料药及中间体业务：2020年板块营收59.31亿元（+12.0%），稳中有增；各项注册工作稳步推进，全年完成7个国内外API注册，22个API再注册，2个API获PMDA批准，另获批1个EU GMP证书和2个CEP证书；板块毛利率略有下滑，主要受贸易业务中的人民币汇兑损益拖累。制剂业务：2020全年制剂板块营收7.60亿元（-32.4%），受新冠疫情和乌苯美司退出医保目录的短期影响，营业收入有较大幅度下降，2020H2已基本恢复。

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 21/03/26	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20A/E	21E	22E	19A	20A/E	21E	22E	19A	20E	
000739	普洛药业	27.35	322	0.47	0.70	0.80	1.00	58.24	39.07	34.19	27.35	15.56	1.36	买入
300702	天宇股份	101.24	196	3.03	3.86	4.89	6.62	33.42	26.20	20.71	15.29	33.63	0.88	买入
600521	华海药业	25.10	365	0.39	0.79	1.11	1.43	64.1	31.7	22.7	17.6	11.77	0.6	无评级
603520	司太立	59.75	146	0.70	1.08	1.73	2.51	85.9	55.4	34.5	23.8	18.05	1.0	无评级
002332	仙琚制药	13.23	131	0.41	0.00	0.64	0.79	31.9	-	20.7	16.8	14.73	-	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、司太立、仙琚制药盈利预测为wind一致预期

中药板块：三月略有上涨，把握顺政策投资机会

- **中药板块三月略有上涨。**3月1日至26日，申万中药III板块上涨0.16%，领跑申万医药生物各三级子版块。其中葫芦娃（+26.17%）、贵州三力（21.38%）、紫鑫药业（+18.61%）、仁和药业（+13.67%）、特一药业（+6.17%）、以岭药业（+4.81%）涨幅较大。
- **两会中医药提案，关键词：守正创新，中西并重，高质量发展。**民进党中央：紧紧抓住中医特色优势病种强化专科建设；大力支持省级医院建设国家区域诊疗中心；加强人才、经费等条件在专科建设中的支持与保障。杨宇飞：推动基层医疗机构向中医从业者和全科医生放开，把公共卫生服务体系和医疗健康产业体系分开，让基层医疗机构充分发挥市场对资源配置的决定作用。曾芳：创新勿忘守正，在中医药传统理论指导下，通过研发智能装备，提升传统中医的望、闻、问、切的精准度。
- **把握顺政策投资机会，推荐关注以岭药业（002603.SZ）。**2021Q1业绩预告：公司实现归母净利润6.57-7.01亿元（同比增长50%-60%）。荣获国家科技进步一等奖对公司心脑血管产品市场影响力的提升作用逐步显现，市场需求稳步增长；同时，随着公司销售策略的调整和营销组织架构的优化完成，销售收入同比实现大幅增长；莲花清瘟产品的品牌知名度得到大幅提升，市场份额持续增加，销售收入较去年同期实现较好增长。公司以络病理论为基、临床循证为本，形成中药研发核心竞争力，与中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系相契合，业绩有望持续兑现，推荐关注。

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 21/03/26	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20A/E	21E	22E	19A	20A/E	21E	22E	19A	20E	
002603	以岭药业	24.60	296	0.50	0.93	1.03	1.12	48.8	26.5	23.9	22.0	7.82	0.9	增持
000999	华润三九	24.50	240	2.16	1.92	2.16	2.42	11.4	12.8	11.3	10.1	18.06	3.3	买入
0570.HK	中国中药	4.71	237	0.32	0.33	0.40	0.46	14.9	14.2	11.8	10.1	9.87	1.0	买入
600566	济川药业	20.23	180	1.83	1.43	1.70	1.97	11.1	14.1	11.9	10.3	28.07	5.6	无评级
600436	片仔癀	281.62	1699	2.28	0.00	3.41	4.21	123.6	-	82.5	66.9	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

主要血制品批签发大幅下滑

二月份主要血制品批签发出现大幅下滑，我们认为与上年同期的高基数和今年二月的春节假期有关。预计今年血制品行业的批签发数量维持较为稳定的水平。

表：2019~2021M2血制品批签发（千标准瓶）

	2019A	2020A	增速	2020M2	2021M2	增速	2020M1 ~2	2021M1 ~2	增速
白蛋白	53,210	60,541	13.8%	6,936	2,871	-58.6%	11,555	7,209	-37.6%
其中：进口白蛋白	31,951	39,203	22.7%	4,780	1,739	-63.6%	7,853	4,354	-44.6%
国产白蛋白	21,259	21,338	0.4%	2,156	1,133	-47.5%	3,701	2,855	-22.9%
国产白蛋白占比	40.0%	35.2%	/	31.1%	39.4%	/	32.0%	39.6%	/
静丙	12,025	13,319	10.8%	1,994	660	-66.9%	3,207	1,697	-47.1%
肌免	2,478	3,773	52.3%	574	146	-74.6%	837	363	-56.6%
狂免	12,397	11,856	-4.4%	1,420	1,693	19.2%	2,028	2,101	3.6%
乙免	1,662	1,769	6.4%	95	51	-46.7%	217	245	13.0%
破免	6,329	6,017	-4.9%	509	457	-10.2%	1,208	1,106	-8.5%
VIII因子	1,709	2,012	17.7%	103	121	17.7%	399	191	-52.1%
PCC	984	1,584	61.0%	119	72	-39.6%	234	122	-47.6%
纤原	871	1,387	59.2%	126	79	-37.2%	191	181	-5.1%

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）

	2019A	2020A	同比增速	2020M2	2021M2	同比增速	2020M1~2	2021M1~2	同比增速
天坛生物	4,320	4,433	2.6%	453	267	-41.1%	827	890	7.5%
泰邦生物	3,837	3,087	-19.5%	394	28	-92.9%	592	84	-85.8%
华兰生物	2,450	2,574	5.1%	333	67	-79.9%	519	89	-82.8%
上海莱士	2,645	3,153	19.2%	263	199	-24.3%	503	496	-1.5%
博雅生物	859	866	0.8%	62	77	25.3%	123	157	27.6%
双林生物	1,066	1,181	10.8%	78	133	69.5%	156	185	18.3%
卫光生物	1,035	1,193	15.2%	109	50	-54.1%	238	90	-62.2%

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）

	2019A	2020A	同比增速	2020M2	2021M2	同比增速	2020M1~2	2021M1~2	同比增速
天坛生物	2,942	3,191	8.5%	361	133	-63.1%	610	561	-7.9%
泰邦生物	1,877	1,712	-8.8%	266	45	-83.0%	396	104	-73.8%
华兰生物	1,448	1,361	-5.9%	160	20	-87.5%	250	59	-76.3%
上海莱士	1,482	2,281	54.0%	378	35	-90.7%	627	160	-74.5%
博雅生物	578	648	12.1%	137	64	-53.1%	213	102	-52.0%
双林生物	515	688	33.7%	146	76	-48.2%	201	188	-6.8%
卫光生物	581	777	33.7%	80	0	-100.0%	190	0	-100.0%

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：重磅品种强劲增长

表：主要疫苗品种批签发（千人份）

	2019A	2020A	同比增速	2020M2	2021M2	同比增速	2020M1~2	2021M1~2	同比增速
13价肺炎结合苗	1,189	2,722	129.0%	119	475	300.3%	119	904	661.2%
23价肺炎多糖苗	9,470	17,393	83.7%	542	1,488	174.3%	542	2,714	400.4%
9价HPV	1,107	1,687	52.4%	0	163	/	138	163	17.8%
4价HPV	1,848	2,406	30.2%	151	81	-46.3%	375	402	7.1%
2价HPV	669	1,049	56.7%	0	155	/	0	284	/
AC+Hib三联苗	2,140	/	/	/	/	/	/	/	/
百白破+Hib四联苗	1,193	1,391	16.6%	0	238	/	153	338	120.4%
百白破+IPV+Hib五联苗	1,149	1,576	37.2%	73	200	173.2%	149	200	34.1%
Hib疫苗	2,418	3,715	53.6%	289	41	-86.0%	509	303	-40.5%
AC结合苗	3,957	3,717	-6.1%	471	274	-41.9%	608	1,066	75.4%
三价流感疫苗	21,074	22,503	6.8%	/	/	/	/	/	/
四价流感疫苗	9,710	33,582	245.8%	0	607	/	0	1,526	/
鼻喷流感疫苗		1,567	/	/	/	/	/	/	/
狂犬疫苗	13,783	17,547	27.3%	827	910	10.0%	1,319	2,210	67.5%
水痘疫苗	21,025	27,584	31.2%	897	2,442	172.3%	1,667	4,857	191.3%
EV71疫苗	9,425	7,757	-17.7%	752	1,294	72.1%	752	2,268	/
五价轮状病毒疫苗	1,566	1,331	-15.0%	278	0	-100.0%	390	169	-56.6%
带状疱疹疫苗		825	/	/	0	/	/	296	/

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

- **血制品行业量、价均保持稳健。**受疫情影响，估计2020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。血制品行业在2021年将继续维持稳定。
- **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。
- **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。新患入组数据从20Q4起显著回升，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	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	投资 评级
		210326		19A	20A/E	21E	22E	19A	20A/E	21E	22E			
600161	天坛生物	33.14	416	0.49	0.50	0.58	0.86	68.0	65.7	57.4	38.6	16.7%	3.2	买入
002007	华兰生物	39.75	725	0.70	0.88	1.05	1.24	56.5	45.2	37.9	32.0	19.0%	2.2	买入
300601	康泰生物	138.34	949	0.84	1.07	2.03	2.98	165.2	129.6	68.1	46.5	22.4%	2.5	增持
300122	智飞生物	178.18	2851	1.48	2.06	2.89	3.75	120.5	86.4	61.8	47.5	48.1%	2.4	增持
000661	长春高新	436.88	1768	4.39	7.67	10.11	12.67	99.6	56.9	43.2	34.5	26.5%	1.3	买入
002773	康弘药业	36.77	338	0.78	0.86	1.10	1.39	47.1	42.6	33.5	26.4	14.8%	2.0	增持
600867	通化东宝	12.76	260	0.40	0.46	0.54	0.63	32.0	27.7	23.7	20.2	18.2%	1.7	买入
1530.HK	三生制药	6.89	175	0.38	0.57	0.66	0.76	15.1	10.1	8.7	7.7	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。

医疗器械：3月下跌，把握低估值，业绩确定性强的

■ 医疗器械板块3月1日-3月26日下跌7.11%，表现差于医药生物板块（下跌4.06%），2021年PE27.4倍（剔除负值）。

■ 投资标的：龙头公司估值高企，建议布局低估值，高增长标的；业绩确定性强的标的；创新性标的。

1) 低估值、高增长标的：乐普医疗，集采负面影响落地，安全边际高，新产品若放量将提供业绩弹性。

2) 业绩确定性强：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。推荐买入核酸检测相关标的迪安诊断、凯普生物等。迈瑞医疗疫情相关监护仪呼吸机订单持续，估值在龙头公司中相对较低，推荐买入。

2) 创新医疗器械：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，拥有首个临床级别的肝癌早筛类产品，回顾性数据刚刚发布在国际期刊上，为全球已发布早筛类数据最优，目前处于历史估值底部区间，看好公司长期发展，推荐买入；

表：器械板块重点公司估值表

代码	公司简称	股价 210326	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20A/E	21E	22E	19A	20A/E	21E	22E	19A	20E	
300760	迈瑞医疗	386.01	4693	3.85	5.28	6.33	7.61	100.3	73.1	61.0	50.7	27.3	2.9	买入
300003	乐普医疗	28.53	515	0.96	1.04	1.29	1.64	29.8	27.4	22.2	17.4	14.3	1.4	买入
1302.HK	先健科技	3.42	158	0.03	0.03	0.05	0.07	122.5	98.9	67.6	51.9	6.7	3.0	买入
300244	迪安诊断	34.49	214	0.56	1.17	1.60	1.47	61.6	29.4	21.6	23.5	8.8	0.8	买入
000710	贝瑞基因	33.11	117	1.10	0.52	0.72	0.86	30.1	63.1	45.9	38.4	13.9	-	买入
300639	凯普生物	34.08	80	0.63	1.36	1.36	1.65	54.5	25.1	25.1	20.7	12.8	0.7	买入
300463	迈克生物	42.57	237	0.94	1.15	1.42	1.73	45.1	37.0	30.1	24.7	17.8	1.7	买入
1066.HK	威高股份	118.89	13	0.67	4.91	3.47	2.21	178.1	24.2	34.2	53.8	4.6	0.5	买入
002223	鱼跃医疗	26.36	264	0.75	1.45	1.27	1.53	35.1	18.2	20.7	17.3	12.1	0.7	买入
300642	透景生命	60.10	117	1.72	1.32	1.90	2.24	34.9	45.6	31.6	26.8	12.6	5.0	买入
300482	万孚生物	79.23	271	1.13	1.91	2.41	3.00	70.1	41.6	32.9	26.4	17.4	1.1	买入
300633	开立医疗	25.65	104	0.25	0.23	0.43	0.57	102.0	109.7	59.9	45.0	7.4	3.5	无评级
603658	安图生物	116.39	525	1.72	1.88	2.75	3.59	67.8	61.9	42.4	32.4	32.8	2.2	无评级
603882	金域医学	127.21	585	0.88	3.00	2.70	2.86	145.3	42.4	47.1	44.4	14.8	0.9	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

CXO：龙头公司业绩亮眼，板块有望止跌回升

- 部分龙头公司业绩亮眼，板块月内总体呈V字走势。截止3/26，药明康德、康龙化成、泰格医药、药明生物、凯莱英月内涨跌幅分别为-5.23%、+9.95%、+0.80%、+2.03%、+10.11%，龙头公司走势总体呈V字反转。药明生物、药石科技披露年报，业绩表现稳健，延续高速增长态势。
- 基本面仍然向好，21年Q1有望实现较高增长。前期部分龙头公司回调幅度已超30%，估值逐步趋于合理，行业基本面持续向好，需求保持较高景气度。考虑到2020年初行业受新冠疫情影响，2021Q1业绩有望实现较高增速。建议关注：药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英。
- ✓ 药明生物：2020年实现收入56.17亿元（+40.99%），经调整纯利17.2亿元（+42.8%），毛利率与净利率均显著提升。公司新增项目数103个（+74.6%），在手订单金额113亿美元（+121.6%）。公司在疫情中展现了高质量、高效率的研发能力，为12个新冠中和抗体获得了超20个IND批件，新冠相关项目总合同额超过10亿美元。内生及外延产能持续拓展，2024年规划产能达到43万升，在手订单较为饱满的情况下，持续高速增长的确定性较强。
- ✓ 药石科技：2020年实现收入10.22亿元（+54.36%），扣非归母净利润1.74亿元（+26.77%），公斤级以上产品收入增速达78.73%，规模效应逐步显现，CDMO业务稳步推进，药物发现业务逐步成熟，产业链覆盖范围持续扩大。

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	PEG	投资 评级
				19A	20A/E	21E	22E	19A	20A/E	21E	22E	19A	20E	
300347	泰格医药	141.71	1236	0.96	2.01	2.03	2.69	146.9	70.5	69.8	52.7	19.9	0.7	买入
603259	药明康德	136.16	3337	0.76	1.14	1.50	2.02	179.9	119.4	90.8	67.4	10.7	2.4	买入
300759	康龙化成	139.91	1111	0.69	1.15	1.43	1.85	203.1	121.7	97.8	75.6	7.0	1.8	买入
688222	成都先导	27.64	111	0.30	0.23	0.36	0.53	92.1	120.2	76.8	52.2	23.5	-3.2	增持
1873.HK	维亚生物	7.05	136	0.14	0.10	0.20	0.30	51.0	70.5	35.3	23.5	15.0	-2.6	买入
300725	药石科技	155.76	239	0.99	1.20	1.89	2.59	157.3	129.8	82.4	60.1	20.5	6.1	买入
002821	凯莱英	289.60	703	2.28	3.06	4.01	5.28	126.9	94.6	72.2	54.8	18.2	2.8	买入
603456	九洲药业	37.55	312	0.29	0.46	0.71	0.92	131.3	82.1	53.1	40.9	8.3	1.4	无评级
300363	博腾股份	51.54	280	0.34	0.60	0.80	1.09	150.8	85.9	64.2	47.2	6.1	1.1	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：回调幅度较大，龙头进入战略配置区间

- 专科服务龙头大幅回调，已进入战略配置区间。**各龙头公司自2月的历史最高价已经大幅回落，爱尔眼科回调32%，通策医疗回调33%，锦欣生殖回调30%，先前的高估值已被逐步消化。从基本面来看，龙头的品牌地位、技术实力、资金储备和运营管理等优势仍然明显，市场份额不断提升。公立医院未来将主要承担医保基本的公益属性，专家型人才加速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。与此同时，医疗服务板块的投资标的将迅速丰富，三家眼科连锁（华夏眼科、普瑞眼科、何氏眼科）计划于创业板上市，朝聚眼科计划于港股上市，邦尔骨科正接受券商辅导。
- ✓ 爱尔眼科：**预计2020年归母净利润为17.94亿，同比增长30.1%。公司近期发布36.5亿元的定增预案，将用于打造七家区域性眼科中心，在长沙、上海、沈阳、南宁等重点区域，对老牌医院进行迁址扩建，对医院硬件设施、人员配置全面升级，缓解接诊容量饱和的现状，为公司的新十年战略目标服务。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：**公司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。未来的3-5年将实现浙江省内100家医院的扩张计划，并稳健进行省外扩张。
- ✓ 锦欣生殖：**公司业务尤其是美国HRC受到疫情影响严重。2020年净利润预计为3.68亿，同比下降10.1%。成都西囡医院的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 2021/03/26	总市值 亿元/亿港元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20A/E	21E	22E	19A	20A/E	21E	22E	19A	20E	
300015	爱尔眼科	62.05	2,557	0.33	0.44	0.58	0.76	185.5	141.0	107.0	81.6	20.9%	4.5	买入
600763	通策医疗	250.00	802	1.44	1.69	2.31	3.02	173.1	148.3	108.4	82.8	25.9%	5.3	无评级
1951.HK	锦欣生殖	15.98	401	0.17	0.16	0.22	0.28	94.8	100.3	71.6	56.5	5.4%	5.3	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 通策医疗为Wind一致预测

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。联营公司科兴生物的新冠疫苗已获药监局附条件批准注册，将提升公司业绩弹性。
- ✓ **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。
- ✓ **远大医药：**公司是覆盖五官科、呼吸科、心脑血管等多领域的平台型企业，部分产品如瑞珠、和血明目片、切诺等产品拥有多渠道销售和品牌认知度的优势，占据较高市场份额。加速创新转型，先后布局了“精准介入诊疗、抗肿瘤、五官科及抗感染”三大核心战略领域，两款药涂球囊获批上市，Y90树脂微球预计于今年底明年初上市，驱动公司长期增长。
- ✓ **金斯瑞生物科技：**靶向BCMA的CAR-T美国于20Q4报批，估计21H1获批，欧洲也获得加速审批资格。

表：港股重点公司盈利预测及估值表

股票代码	公司	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		2021/03/26	亿元/亿港元	19A	20A/E	21E	22E	19A	20A/E	21E	22E	19A	20E	
1177.HK	中国生物制药	8.00	1,509	0.14	0.15	0.17	0.21	55.7	53.3	46.3	38.6	8.7%	4.1	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	14.30	279	-0.01	-0.11	-0.10	-0.09	-	-	-	-	-	-	买入
1302.HK	先健科技	3.42	158	0.03	0.04	0.06	0.08	122.5	85.5	57.0	42.8	11.2%	2.0	买入
1066.HK	威高股份	12.98	587	0.41	0.46	0.61	0.75	31.8	28.3	21.4	17.4	11.4%	1.3	买入
0512.HK	远大医药	6.43	228	0.32	0.51	0.52	0.61	19.8	12.7	12.4	10.6	13.7%	0.5	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

人福医药深度报告：归核聚焦，麻醉药旗舰再起航

■ 麻醉精神药物龙头，医药细分领域领导者

公司是老牌综合型医药企业，以“做医药领域细分市场领导者”为发展目标，目前已在麻醉精神药、生育调节药、维吾尔民族药、湖北区域性医药流通等细分领域建立起竞争优势，并积极拓展海外业务，现拥有80余个ANDA文号。近年来公司持续推进“归核聚焦”战略，清理非核心资产，理顺管理和激励机制，有望重回高质量增长轨道。

■ 麻醉药品壁垒极高，核心品种需求稳健增长

广义麻醉药市场规模预计近500亿元，受益于手术量需求提升、ICU和妇产科等非手术科室应用拓展、新产品上市等因素，麻醉药市场规模有望快速增长。子公司宜昌人福核心产品多为管制类麻醉药品，具有极高的政策壁垒，有望持续维持良好的竞争格局，受集采降价政策影响较小。新产品阿芬太尼、瑞马唑仑新近上市，有望凭借公司较强的学术推广能力实现快速放量。

■ 归核聚焦，理顺机制，资本结构和盈利能力有望持续优化

公司前期外延并购活动频繁，导致经营效率有所下降、资产负债率提升、商誉较高，自2017年公司开始落实“归核聚焦”战略，现已累计处置非核心资产回收现金近70亿元。2020年公司非公开发行收购宜昌人福管理层股权，理顺管理和激励机制，也进一步提升了宜昌人福对公司的利润贡献。预计公司将进一步坚决落实“归核聚焦”战略，集中资源发展核心业务，资本结构和盈利能力有望持续优化。

■ 风险提示

行业政策重大变化；新产品销售不及预期；归核化战略出现较大变化

■ 转型期“阵痛”已过，麻醉药“镇痛”可期，给予“买入”评级

公司处于从“多元布局”到“归核聚焦”的转型期，给收入利润端带来一定“阵痛”，随着归核化战略的顺利推进，公司有望巩固麻醉药、生育调节药、民族药等细分领域龙头地位，业绩重回稳健增长轨道。预计2020~2022年归母净利润达到15.83/18.58/24.89亿元，同比增长88/17/34%，PE约29/24/18X。公司合理估值为560~660亿元，较现价（27.7元）具24%~46%提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

药明康德2020年业绩快报点评： 业绩持续高增长，一体化平台强者恒强

■ 事项：公司发布2020年度业绩快报

药明康德2020年全年实现营业收入165.35亿元（+28.46%），实现归母净利润29.60亿元（+59.62%），实现扣非归母净利润23.85亿元（+24.60%），均接近此前业绩预告的上限。经调整Non-IFRS归母净利润达到35.65亿元（+48.10%）。尽管公司业务20Q1受到疫情的部分影响，但自Q2开始恢复强劲，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，实现了收入与利润的持续高增长。

■ 四大板块多轮驱动，中国区实验室与CDMO业务增长强劲

2020年公司四大业务板块中，中国区实验室业务预计收入85.46亿元（+32.02%），CDMO业务预计收入52.82亿元（+40.78%），预计主要受益于国内外订单需求旺盛，“漏斗效应”持续发挥作用。美国区实验室业务预计收入15.17亿元（-2.96%），主要受疫情影响导致部分项目延期；临床及其他CRO业务预计实现收入11.69亿元（+9.98%），收入增速逐季提高，在手订单保持高速增长（CDS在手订单预计增长48%，SMO预计增长41%）。

■ 一体化平台价值持续凸显，看好龙头强者恒强

公司是CXO领域稀缺的全产业链一体化平台，“跟随药物分子”策略不仅带来较高客户粘性和订单持续性，也带来不同业务间的客户高转化率。2020年公司预计新增客户超1300个，活跃客户超4200个，“长尾战略”下客户结构持续多元化。未来随着早期项目持续向临床阶段及商业化订单转化，预计公司收入增速将持续快速增长。尽管短期由于市场因素导致公司股价出现一定回调，但我们认为公司基本面仍然持续向好，有望保持国内龙头地位，并向全球一线龙头迈进。

■ 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：短期确定性强，长期天花板高，维持“买入”评级。

公司是高确定性与高成长性兼具的稀缺核心资产。短期在手订单较为饱满，2021年高增长确定性强；长期有望持续受益于人才、平台、技术优势，保持稳健增长态势。维持盈利预测，预计2021~2022年净利润为36.66/49.29亿元，对应当前股价PE为90/67X，维持“买入”。

丽珠集团2020年报点评： 业绩符合预期，核心产品带动增长

■ 业绩符合预期，疫情下保持稳健增长

丽珠集团2020年实现营收105.20亿元（+12.10%），归母净利润17.15亿元（+31.63%），扣非归母净利润14.32亿元（+20.14%）。其中四季度单季度营收25.95亿元（+24.17%），单季度收入增速再创近三年新高，单季度归母净利润2.93亿元（+11.53%），单季度扣非归母净利润2.53亿元（+7.85%）。业绩符合预期，疫情下实现了稳健增长。

■ 核心品种带动化学制剂稳健增长，疫情相关品种显著放量

2020年公司化药制剂收入54.03亿（+9.56%），其中核心品种艾普拉唑系列收入17.66亿（+81.2%），亮丙瑞林微球收入11.76亿（+27.0%），带动板块整体稳健增长。精神类品种氟伏沙明和哌罗匹隆继续保持高增速。中药制剂收入12.07亿（-5.78%），原料药板块收入24.40亿（+3.8%）。疫情相关品种放量显著，抗病毒颗粒收入4.62亿（+52.0%），诊断试剂收入13.83亿（+83.29%）。尽管Q1受疫情影响收入增速有所放缓，但核心品种及疫情相关产品带动整体稳健增长。

■ 研发项目有序开展，复杂制剂和生物药加快推进

公司2020年研发投入9.9亿（+19.6%），重点项目进展顺利：微球平台中，曲普瑞林微球（1个月）完成III期临床入组；阿立哌唑微球（1个月）和奥曲肽微球（1个月）获批临床。生物药管线中：重组人绒促性素完成现场核查及注册检验，有望近期获批，IL-6R单抗III期临床完成入组；PD-1单抗胸腺癌临床Ib/II期注册性临床试验完成2/3入组；重组抗人IL-17A/F单抗及重组肿瘤酶特异性干扰素 α -2b Fc融合蛋白启动I期临床试验。研发项目有序推进，创新转型收获期临近。

■ 风险提示：研发进度不及预期；重点品种销售不及预期

■ 投资建议：制剂稳健增长，研发收获期临近，维持“买入”评级。

公司核心品种持续放量，支撑业绩稳健增长，在研项目进展顺利，转型期有望顺利过渡。预计21~23年归母净利润达到19.95/23.46/28.26亿，对应EPS为2.12/2.50/3.01，同比增速为16%/18%/20%，对应当前股价PE为19/16/14X，维持“买入”评级。

中国生物制药2020年报点评： 全年业绩符合预期，创新药研发和对外合作持续发力

■ 全年业绩符合预期，四季度恢复良好

中国生物制药2020年实现营收236.47亿元（-2.4%），归母净利润27.71亿元（+0.3%），基本归母净利润31.14亿元（-0.3%），全年营收、利润基本持平。受疫情影响，公司前三季度业绩出现下滑，Q4实现营收55.21亿元（+12.4%），单季度业绩恢复增长。

■ 肿瘤、呼吸领域持续快速增长

肿瘤领域全年实现销售76.18亿元（+40.4%），销售占总营收的比例提升至32.2%，肿瘤板块的快速增长主要来源于核心品种安罗替尼的放量；年底通过医保谈判之后，安罗替尼有望以价换量，持续增长。呼吸领域销售14.81亿元（+36.5%），疫情过后重磅品种布地奈德有望加速放量，成为另一个十亿以上的大品种。

■ 集采影响充分释放，新产品及管线值得期待

肝病、心血管、镇痛等领域的大品种受集采影响出现下滑，集采造成的冲击已得到充分释放。预计2021年有PD-1单抗、重组VIII因子等大品种获批上市；管线储备充足，未来有望每年上市3款创新药。

■ 聚焦核心领域，对外合作收获颇丰

公司的对外合作收获颇丰：投资科兴中维扩展疫苗业务，新冠疫苗有望增厚公司利润；收购SoftHale完善在呼吸领域的产品布局，加强公司在呼吸领域的领导地位。另外，自主研发的创新药TDI01将海外权益授予Graviton也显示了公司的创新实力。公司在手现金充沛，将围绕肿瘤、呼吸、肝病等核心领域积极进行对外合作。

■ 风险提示：带量采购影响超预期、研发进度不及预期

■ 投资建议：维持“买入”评级

公司是具备长期投资价值的医药龙头，集采的影响已充分释放，创新药占比不断扩大，21年业绩增速将明显回升。不考虑新冠疫苗的贡献，我们下调21/22年盈利预测（原值33.4/41.5亿元）并新增23年盈利预测；预计21~23年净利润为32.6/39.1/45.5亿元，同比增长17.5%、20.1%、16.3%，对应当前股价PE为40/34/29x，维持“买入”评级。

长春高新年报点评：金赛强势恢复，疫苗快速放量

■ 业绩快速增长

2020年长春高新实现营收85.77亿元（+16.3%），归母净利润30.47亿元（+71.6%），经营性净现金流11.11亿元（-42.6%）；单四季度营收21.78亿元（+12.8%），归母净利润7.86亿元（+47.1%）。公司毛利率上升至86.7%（+1.5pp），研发费用率上升至5.5%（+0.5pp），销售费用率大幅下降至30.1%（-4.1pp）。

■ 金赛药业：四季度业绩强势恢复，长期成长动力十足

金赛药业全年实现营收58.03亿元（+20.3%），净利润27.60亿元（+39.7%）；单四季度营收15.54亿元（+32.8%），净利润7.71亿元（+60.5%）；疫情影响平稳后，四季度业绩强势恢复。金赛药业长期的成长驱动力在于生长激素渠道的拓展和下沉，且中国生长激素存量释放的天花板还远未达到，随着公司持续增加生长激素的覆盖度，新患入组恢复快速增长，金赛药业的业绩仍将持续高速增长。

■ 百克生物：水痘疫苗快速增长，鼻喷流感疫苗贡献增量

百克生物全年实现营收14.33亿元（+43.3%），净利润4.09亿元（+133.7%）；单四季度营收3.58亿元（+24.0%），净利润0.75亿元。20年公司共批签发水痘疫苗883万支（+23.3%），实现快速增长，市占率约32%；新增独家品种鼻喷流感疫苗157万支，为百克生物贡献利润增量。

■ 风险提示：生长激素销售不及预期，集采政策风险

■ 投资建议：维持“买入”评级

长春高新是生长激素优质赛道中的龙头公司，行业壁垒高，且公司具有品牌和渠道优势。金赛药业受到疫情短期冲击后，新患入组和业绩增速快速恢复，长期成长驱动力并未发生改变。我们上调21~22年盈利预测（原值36.1/44.7亿元），新增23年盈利预测；预计21~23年净利润41.1/51.5/62.0亿元，同比增长35%/25%/20%，对应当前股价的估值为43/34/28x。生长激素市场空间巨大且消费属性强，成长动力十足，流感疫苗也将带来业绩增量，维持“买入”评级。

华兰生物2020年业绩快报点评： 疫苗快速放量，血制品业务企稳

■ 疫苗快速放量，血制品业务企稳

公司发布业绩快报：2020年实现营收50.23亿元（+35.8%），归母净利润16.04亿元（+25.0%）；单四季度实现营收19.50亿元（+83.7%），归母净利润6.40亿元（+100.3%）。四价流感疫苗放量推动业绩快速增长，血制品业务在疫情影响下基本保持稳定。

■ 四价流感疫苗大幅增厚疫苗公司业绩

我们估算疫苗公司2020年实现净利润约8.6亿元，归母净利润约6.5亿元（+130%）。核心品种四价流感疫苗实现快速放量，全年共批签发2062万支（+147%），占全市场的比例达61.4%，其中四季度批签发1195万支（+220%）。虽然四价流感疫苗的竞争者不断增加，但流感疫苗市场广阔，渗透率有很大提升空间，公司将继续主导市场。我们预计华兰疫苗20~22年的复合增长将超过50%，成为公司业绩增长的核心推动力。疫苗公司拟分拆在创业板上市，有望提升研发管线、产业化能力等综合竞争力，为公司的成长提供持续的动力。

■ 血制品板块基本维持稳定

2020年血制品行业供需两端均受到疫情的影响，估计全行业出现10%左右的下滑；行业供需基本平衡，主要产品价格平稳。受到采浆量限制，预计全行业在21年保持稳定。公司2020年共批签发白蛋白257万瓶（+5.1%），静丙136万瓶（-6.0%），主要品种的批签发基本持平。我们预计公司的血制品业务在未来将是一个稳定的现金流业务。

■ 风险提示：采浆不及预期、销售不及预期、流感疫苗价格下滑

■ 投资建议：维持“买入”评级

公司是血制品和流感疫苗的双龙头，血制品业务保持稳健，疫苗业务随着四价流感疫苗的放量迅速增长。根据业绩快报，我们略微下调2020年的盈利预测（前值16.66亿元），预计2020~2022年净利润为16.04、19.12、22.67亿元，同比增长25.0%、19.2%、18.6%，对应当前股价PE为43/36/30x，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
2021-03-29	医药行业一周观察：继续推荐成长性确定且估值合理的优质标的	行业研究	行业周报
2021-03-24	丽珠集团-000513-2020年年报点评：业绩符合预期，核心产品带动增长	公司研究	财报点评
2021-03-21	医药行业一周观察：板块回调趋势放缓，医保年度统计快报发布	行业研究	行业周报
2021-03-19	人福医药-600079-深度报告：归核聚焦，麻醉药旗舰再起航	公司研究	深度报告
2021-03-14	医药行业一周观察：板块战略配置价值显现，关注成长性与估值的匹配	公司研究	财报点评
2021-03-14	长春高新-000661-2020年年报点评：金赛强势恢复，疫苗快速放量	公司研究	财报点评
2021-03-13	普洛药业-000739-2020年年度报告点评：业绩持续释放，CDMO增长迅速	公司研究	财报点评
2021-03-12	华兰生物-002007-2020年业绩快报点评：疫苗快速放量，血制品业务企稳	公司研究	财报点评
2021-03-09	药明康德-603259-2020年业绩快报点评：业绩持续高增长，一体化平台强者恒强	公司研究	财报点评
2021-03-08	医药行业一周观察：大小市值表现分化，关注二线优质公司的机会	行业研究	行业周报
2021-03-01	医药行业一周观察：龙头延续回调趋势，关注二线投资机会	行业研究	行业周报
2021-02-28	医药生物2021年3月策略暨2020和20Q1业绩前瞻：关注二线小龙头，寻找未来的医药大市值公司	行业研究	行业投资策略
2021-02-26	医药行业2020年报及2021年一季报业绩前瞻：2020分化巨大，21Q1恢复良好	行业研究	行业投资策略
2021-02-25	国信证券-贝瑞基因-000710-重大事件快评：肝癌早筛数据全球最优，国际合作前瞻布局	公司研究	公司快评
2021-02-22	医药行业一周观察：龙头有所回调，关注轮动机会	行业研究	行业周报
2021-02-09	医药行业一周观察：疫情或转为持久战，行业景气度提升	行业研究	行业周报
2021-02-05	行业重大事件快评：第四批药品集采开标，推动集采常态化制度化	行业研究	行业快评
2021-02-04	普洛药业-000739-深度报告：出海先锋军，兽药排头兵	公司研究	深度报告
2021-02-04	迪安诊断-300244-2020年业绩预告点评：新冠检测持续，现金流充裕	公司研究	财报点评
2021-02-02	乐普医疗-300003-2020年度及2021Q1业绩预告点评：集采落地利空出尽，平台价值本色不改	公司研究	公司快评
2021-02-01	国信证券-医药生物2021年2月策略：疫情持久战，关注优质公司长期价值	行业研究	行业投资策略
2021-02-01	国信医药-中国中药-00570.HK-深度报告-收获新阶段：高定位、顺政策、高壁垒	公司研究	深度报告
2021-01-31	远大医药-00512.HK-深度报告-厚积薄发，前程远大	公司研究	深度报告
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
2021-01-22	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
2021-01-10	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
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

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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