

医药生物

证券研究报告

2021年04月25日

建议以中期维度看医药行情

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

李慧瑶

联系人

lihuiyao@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:当前时点如何看医药政策》 2021-04-19
- 2 《医药生物-行业研究周报:医药企业国际化的一些思考》 2021-04-11
- 3 《医药生物-行业研究周报:骨科耗材集采可能带来投资机会》 2021-04-06

行业动态:

- 1) 近期国家药品监督管理局经审查,批准了沛嘉医疗“经导管主动脉瓣膜系统”注册。该产品用于需要接受主动脉瓣置换但不适合接受常规外科手术置换瓣膜的重度主动脉瓣钙化性狭窄患者,能显著改善病人生活质量,提高病患生存率。
- 2) 国务院办公厅发布关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见。主要改革措施包括:增强门诊共济保障功能,改进个人账户计入办法,规范个人账户使用范围等;要求各省 2021 年 12 月底前出台实施办法推进落实,可通过 3 年左右过渡期逐步实现改革目标。

市场观察:

随着部分龙头公司业绩公布且好于市场预期,医药板块整体大幅反弹,上周医药生物板块上周 6.29% (排名 2/28),年初至今板块上周 1.66% (排名 12/28)。

当前医药政策的看法和观点:

在经历上周的大幅反弹之后,医药板块年初至今涨幅已成功转正,在过去的 1 个月中,因为对于一季度业绩预期的反转与再反转,医药板块个股波动显著较大,部分创业板个股 3 天内股价波动幅度超过 30%,随着业绩的陆续披露,业绩不确定性风险显著降低,板块整体行情显著改善。正如我们在前期周观点所述“从实际情况看,企业经营是一个过程,大部分公司很难做较为准确的提前预测,由此导致市场对公司短期业绩预期呈现出混沌的状态,股价的波动亦会大幅加大。从信息传播效率以及组合调整可行性角度,预期的修正与再修正带来的超额收益可能相当有限,我们建议尽量从基本面角度出发,以企业中期发展趋势为主要判断基准。”

医药行业相比于其他行业的优势最核心的体现为——行业景气度高且业绩确定性较高,因而我们建议从中期维度去看待企业的变化趋势,一个较为简便的定性方式是设想公司“3-5 年之后所呈现出的状态”,与此同时,我们认为单纯 PE 值的高低本身并不是买入或者卖出的理由,预期的变化才是,如何寻找超预期依然是获得超额收益的关键。

近期建议选股思路(按先后顺序):

- 1) 策略思维精选“性价比板块”: ①医疗服务(国际医学)、②医美(四环医药、华东医药)、③行业龙头(迈瑞医疗、恒瑞医药)、④连锁药店(一心堂、大参林、老百姓);
- 2) 优质民营医疗服务: 爱尔眼科、锦欣生殖(H)、通策医疗; 建议关注: 海吉亚医疗(H);
- 3) 创新药及产业链: 凯莱英、药明康德、信达生物(H)、泰格医药;
- 4) 美好生活类产品: 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、南微医学、英科医疗

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,新冠疫情不确定性。

1. 一周观点：当前时点如何看医药政策

行业动态：

1) 近期国家药品监督管理局经审查，批准了沛嘉医疗“经导管主动脉瓣膜系统”注册。该产品用于需要接受主动脉瓣置换但不适合接受常规外科手术置换瓣膜的重度主动脉瓣钙化性狭窄患者，能显著改善病人生活质量，提高病患生存率。

2) 国务院办公厅发布关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见。主要改革措施包括：增强门诊共济保障功能，改进个人账户计入办法，规范个人账户使用范围等；要求各省 2021 年 12 月底前出台实施办法推进落实，可通过 3 年左右过渡期逐步实现改革目标。

市场观察：

随着部分龙头公司业绩公布且好于市场预期，医药板块整体大幅反弹，上周医药生物板块上周 6.29%（排名 2/28），年初至今板块上周 1.66%（排名 12/28）。

当前医药政策的看法和观点：

在经历上周的大幅反弹之后，医药板块年初至今涨幅已成功转正，在过去的 1 个月中，因为对于一季度业绩预期的反转与再反转，医药板块个股波动显著较大，部分创业板个股 3 天内股价波动幅度超过 30%，随着业绩的陆续披露，业绩不确定性风险显著降低，板块整体行情显著改善。正如我们在前期周观点所述“从实际情况看，企业经营是一个过程，大部分公司很难做较为准确的提前预测，由此导致市场对公司短期业绩预期呈现出混沌的状态，股价的波动亦会大幅加大。从信息传播效率以及组合调整可行性角度，预期的修正与再修正带来的超额收益可能相当有限，我们建议尽量从基本面角度出发，以企业中期发展趋势为主要判断基准。”

医药行业相比于其他行业的优势最核心的体现为——行业景气度高且业绩确定性较高，因而我们建议从中期维度去看待企业的变化趋势，一个较为简便的定性方式是设想公司“3-5 年之后所呈现出的状态”，与此同时，我们认为单纯 PE 值的高低本身并不是买入或者卖出的理由，预期的变化才是，如何寻找超预期依然是获得超额收益的关键。

近期建议选股思路（按先后顺序）：

- 1) 策略思维精选“性价比板块”：①医疗服务（国际医学）、②医美（四环医药、华东医药）、③行业龙头（迈瑞医疗、恒瑞医药）、④连锁药店（一心堂、大参林、老百姓）；
- 2) 优质民营医疗服务：爱尔眼科、锦欣生殖（H）、通策医疗；建议关注：海吉亚医疗（H）；
- 3) 创新药及产业链：凯莱英、药明康德、信达生物（H）、泰格医药；
- 4) 美好生活类产品：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、南微医学、英科医疗

2. 重点行业数据分析

2.1. 新冠疫苗接种情况跟踪

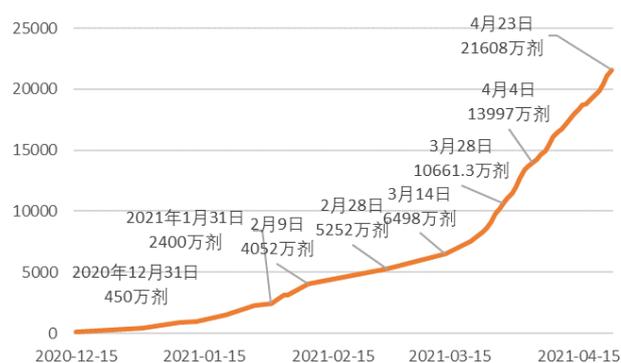
中国新冠疫苗接种加速推进，截至 2021 年 4 月 23 日，各地累计报告接种新冠病毒疫苗 21608 万剂次；4 月 23 日单日接种 486 万。截止 4 月 1 日，浙江省已完成新冠病毒疫苗接种 678.15 万剂次；4 月 2 日广东省累计接种 1000 万剂，累计接种 800 万人；其中深圳累计接种 307 万剂；4 月 9 日山东省接种 1215.5 万剂，累计接种 1004.32；4 月 14 日北京市接种累计接种 1989.7 万剂，累计接种 1242.8 万人。

图 1：中国新冠疫苗每日接种数量（万剂）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：中国新冠疫苗累计接种数量（万剂）



资料来源：wind，天风证券研究所

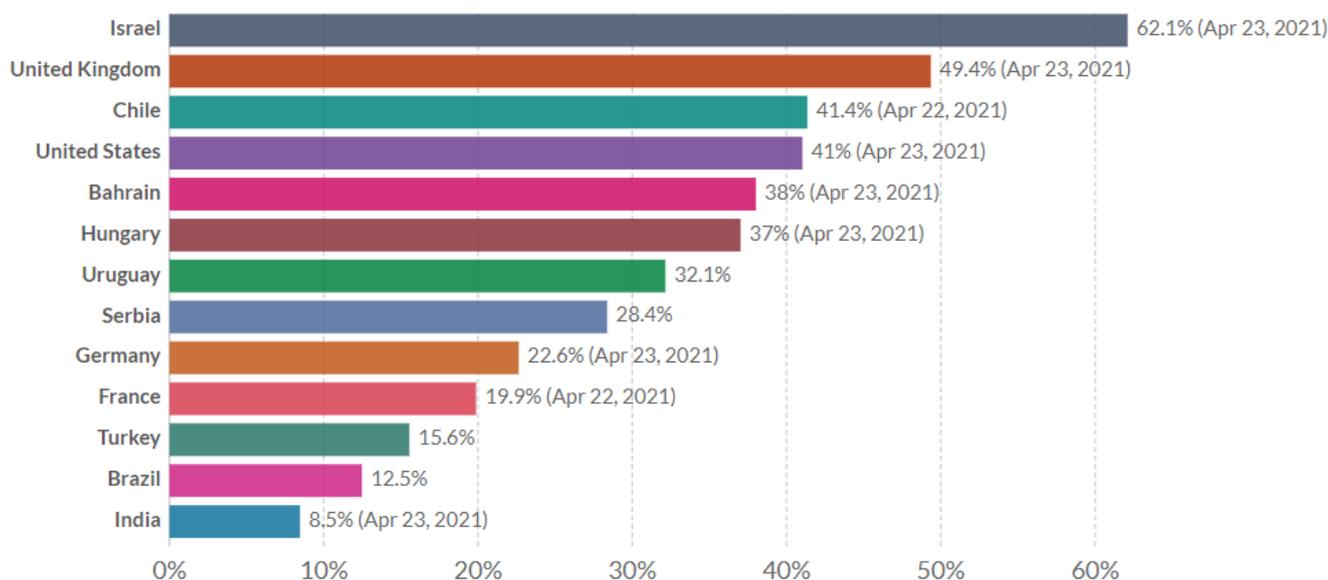
图 3：中国各省新冠疫苗接种进展和目标梳理

地点	累计接种剂(万)	累计接种人数(万)	第一针接种人数(万)	第二针接种人数(万)	预计年末接种人数(万)	预计人群覆盖率
北京	1989.7	1242.8				
江苏	392	265			5600	70%
广西	352		206	146	2976	60%
甘肃					2054.4	70-80%
兰州		4.3			230.46	82%
广州	142	103			1112(半年计划)	72.65%(半年计划)
太原	43				178.5(半年计划)	40%(半年计划)
大连					300(半年计划)	50%(半年计划)
武汉		170				
上海	260			88.2		
湖南	215			88		
海口		60				
广东	1000	800		215.87		
浙江	678.15		510.48		2340(四月底计划)	40%(四月底计划)
安徽	118.4		75.9	42.5	2546(半年计划)	40%(半年计划)
福建	81					
重庆	326					
宁夏		32			280(半年计划)	40%(半年计划)
深圳	307	241				
河南	395.5	239.5				40%(半年计划)
河北		14				
四川		40				
青岛		100				
云南	363.5	323.2				
山东	1215.5	1004.32				
山西		231				

资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

全球疫苗接种数据看，以色列疫苗接种比例最高达 62.1%，英国接种比例 49.4%，美国接种比例 41%。

图 4：全球新冠疫苗接种比例图



Source: Official data collated by Our World in Data - Last updated 24 April, 17:31 (London time) OurWorldInData.org/coronavirus • CC BY

资料来源：OursWorldInData，天风证券研究所

全球共 9 款新冠疫苗获批上市或紧急实用，其中 Moderna、辉瑞为 mRNA 疫苗，阿斯利康、俄罗斯加马列亚、康希诺为腺病毒载体疫苗，国产 3 个获批疫苗为传统灭活疫苗、智飞为重组蛋白疫苗。

图 5：全球已获批新冠疫苗临床数据、产能和获批情况梳理

公司	疫苗	有效性	重症保护率	产能	获批情况
Moderna、美国国立卫生研究院	mRNA-1273 (mRNA 疫苗)	94.10%	100% (疫苗组无重症感染患者)	2020年2000万支, 2021年5亿~10亿支	2020年12月18日美国FDA有条件获批
辉瑞、BioNTech、复星医药	BNT162b2 (mRNA 疫苗)	95.00%	<100%(10例重症病例, 其中9例在安慰剂组, 1例在疫苗组)	2020年5000万支, 2021年20亿	2020年12月11日美国FDA有条件获批
牛津大学、Advent Srl、阿斯利康	AZD1222 (腺病毒载体疫苗)	90.00%	100% (疫苗组无重症感染患者)	2020年4亿剂 (供给中低收入国家部分), 2021年30亿剂	2020年12月30日英国获批、2021年2月16日澳洲获批, 2月18日韩国获批
俄罗斯国防部和“加马列亚”流行病与微生物学国家研究中心	Sputnik V (腺病毒载体疫苗)	91.60%	100% (疫苗组无重症感染患者)	2020年底前150万剂/月, 2021年H1 8300万剂	2020年8月11日在俄获批上市、12月26日获批适用于60岁以上老年人
科兴中维	克尔来福(灭活病毒疫苗)	巴西试验: 78% 50.38% (包括只出现非常轻微症状的感染者) 土耳其试验: 91.25%	100% (疫苗组无重症感染患者)	2021年10亿剂	2021年2月5日中国有条件获批, 1月13日印尼、土耳其紧急使用, 1月17日巴西紧急使用, 2月22日菲律宾和泰国紧急使用
中生北京所	灭活病毒疫苗	86%~79.34%	100% (疫苗组无重症感染患者)	2020年1亿剂, 2021年产能超10亿剂	2020年12月30日中国有条件获批, 阿联酋、巴林和玻利维亚批准上市
中生武汉所	灭活病毒疫苗	72.51%	100% (疫苗组无重症感染患者)	2021年1亿剂	2020年2月25日中国紧急获批
康希诺	Ad5-nCoV(腺病毒载体疫苗)	接种疫苗28天后有效率65.28%	接种疫苗28天后重症保护率90.07%	2021年3亿剂	2020年6月29日获批中国军队内部使用, 2021年2月9日墨西哥紧急授权, 2月12日巴基斯坦紧急授权, 2月25日中国紧急获批, 3月22日匈牙利批准紧急使用
智飞生物	重组新型冠状病毒疫苗 (CHO细胞)	乌兹别克斯坦试验: 97%	-	2021年3亿剂	2021年2月22日乌兹别克斯坦获批紧急使用, 3月10日中国获批紧急使用

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

3. 重要公司报告摘要

3.1. 恒瑞医药 (600276): 2020 年业绩符合预期, PD-1 单抗快速放量在即 2020 年业绩符合预期, 2021Q1 业绩略低于预期

公司发布 2020 年年报, 实现营收 277.35 亿, 同比增长 19.09%; 归母净利润 63.28 亿,

同比增长 18.78%；扣非净利润 59.61 亿元，同比增长 19.73%；其中计提股权激励费用 3.32 亿，如剔除则归母和扣非净利润分别增长 20.45%和 21.49%，2020 年整体业绩符合预期。同时公司公布 2021 年一季报，实现营收 69.29 亿元，同比增长 25.37%；归母净利润 14.97 亿元，同比增长 13.77%；扣非净利润 14.71 亿元，同比增长 15.27%；其中计提股权激励费用 1.86 亿，如剔除则归母和扣非净利润分别增长 24.24%和 26.04%；一季度业绩略低于预期，主要系研发费用明显提升，由 2020Q1 的 8.11 亿提升至 2021Q1 的 13.16 亿，同比增加 62.27%。

卡瑞利珠单抗四大适应症全线纳入医保，治疗潜力仍在持续拓展

卡瑞利珠单抗治疗一线非鳞非小细胞肺癌、二线肝细胞癌、二线食管鳞癌、三线霍奇金淋巴瘤适应症以年化费用 4.98 万元的价格全面纳入医保，考虑到肺癌、肝癌和食管鳞癌患病人群基数大，且公司在纳入医保的四家 PD-1 单抗里年化费用最低，市场渗透率大概率增高，预计未来将迎来快速放量。此外，卡瑞利珠单抗快速拓展在其它各项适应症上的治疗潜力，多个适应症全面开花。其中，治疗一线鼻咽癌已申请上市并获得优先评审资格，治疗一线鳞状非小细胞肺癌和一线食管鳞癌 III 期临床已到达主要终点，治疗一线肝细胞癌、三阴性乳腺癌及新辅助、二线胃癌均已进入临床 III 期，适应症布局的深度和广度全面优秀。

创新体系是公司长期看点

公司坚定拥抱创新，持续推进多个创新管线，覆盖肿瘤、自身免疫、糖尿病、感染等业务。肿瘤领域：阿帕替尼二线治疗肝癌已获批；氟唑帕利治疗铂类耐药复发性卵巢癌、输卵管癌和原发性腹膜癌维持治疗纳入优先评审；SHR6390 治疗 HR+/HER2-乳腺癌 III 期临床已到达主要终点；SHR1316 治疗小细胞肺癌、SHR3680 治疗二线前列腺癌进入临床 III 期。其他领域：糖尿病药物瑞格列汀（DPP-4）和恒格列净（SGLT-2）均已报产；自免同时布局 JAK1、IL17A，均已进入临床 III 期；代谢领域 URAT1 抑制剂已进入 III 期临床，降脂药物 PCSK9 单抗已进入临床 III 期。

风险提示：产品销售低于预期；同类产品竞争的风险；创新药研发具有不确定性。

3.2. 英科医疗（300677）：2021Q1 整体业绩符合预期

2021 年一季度整体符合预期，归母净利润为 37.36 亿元

公司发布 2021Q1 报告，公司实现营业收入 67.35 亿元，同比增长 770.86%；归母净利润 37.36 亿元，同比增长 2791.66%；扣非归母净利润 37.29 亿元，同比增长 2881.60%。报告期内新冠疫情仍在持续，一次性防护手套需求依旧旺盛，提升公司业绩；且报告期内公司安徽生产基地新增 90 亿只丁腈手套年化产能，使公司销售收入和毛利均有提升，业绩整体符合预期。

短期 PVC 手套价格承压，丁腈手套价格维稳

疫情带来一次性手套需求增加，相关厂家积极扩产，丁腈手套的资金投入、技术需求和建设周期均高于 PVC 手套，目前 PVC 产能释放增多，短期 PVC 价格承压，而丁腈产能释放仍需要时间且需求量大，丁腈手套现阶段价格维稳。疫苗接种有助于新冠疫情缓解，但公共卫生防控措施仍需重视，一次性手套需求仍维持较高水平。根据世卫组织总干事谭德塞 2021 年 4 月 16 日讲话，在过去两个月里每周新增病例的数量几乎翻了一番，正在接近大流行期间迄今为止的最高感染率，其原因可能为：变异病毒快速传播，采取的公共卫生措施不能始终如一和过早地放松，民众对社交限制出现疲劳，以及在疫苗覆盖方面存在不平等现象（全球已接种超过 8.32 亿剂疫苗，但超过 82%流向高收入或中上收入国家，而低收入国家仅接种了 0.2%）。

跨域式产能提升持续推进，提升综合竞争能力

截止至 2021 年 4 月，公司年化一次性手套产能达 450 亿只（丁腈 210 亿只，PVC 240 亿只），且公司持续推进产能建设项目，根据公司公告，预计到 2022 年二季度，公司一次性防护手套总产能将达到 1200 亿只，未来有望成为全球最大的一次性手套供应商。此外，公司 2021 年 4 月发布在安徽淮北设立控股子公司实施年产 50 万吨羧基丁腈胶乳、10 万

吨 DOTP 项目的公告，向产业链上游延伸。我们认为英科医疗现阶段在手套领域已初步形成较强的领先优势，且从中长期看，公司核心发展逻辑是“中国优势，全球市场”，预计将充分利用在手套领域的成功经验，凭借与全球范围内上下游渠道的良好关系和大规模工业化生产能力，实现更多品类发展。

风险提示：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；公司产能项目建设进度不及预期；原材料供应不足或价格上涨超过预期

3.3. 大参林（603233）：业绩延续高速增长，激励促进长期发展

2020 年整体业绩延续高增长，符合预期

公司公布 2020 年报，实现营业收入增长 145.83 亿元，同比增长 30.89%，归母净利润 10.62 亿元，同比增长 51.17%，扣非净利润 10.22 亿元，同比增长 48.13%，经营性现金流净额 19.54 亿元，同比增长 14.41%。2020 年 Q4 单季度实现营业收入 40.91 亿元，同比增长 31.93%，归母净利润 1.95 亿元，同比增长 33.20%，延续高增长。整体业绩符合预期。

门店扩张提速，继续强化华南市场，加速全国布局

2020 年公司净增门店 1264 家，其中自建 845 家，收购 250 家，加盟 261 家，关店 92 家；其中华南市场净增门店 892 家，同比增长 23.38%，其他市场净增门店 372 家，同比增长 39.53%。“深耕华南、布局全国”战略持续发力，推动华南市场销售增长 26.57%，华中增长 33.54%，华东增长 66.59%，东北华北及西北增长 186.86%。

疫情推动非药品高速增长，其他品类销售良好

分品类看，受防疫推动，公司非药品收入高速增长，达 30.13 亿（+65.67%），其他品类随着复工复产亦表现良好，其中中西成药收入 90.79 亿（+22.50%）、中参药材 21.70 亿（+31.37%）。零售处方药与防疫商品的销售占比扩大导致公司整体毛利率小幅下降 1.01 个百分点。

完成首次授予，激励计划促进长期发展

公司已完成 2020 年限制性股票激励计划的首次授予，以 43.59 元/股价格向 136 名核心业务（技术）人员授予限制性股票 228.05 万股（占总股本 0.42%），预留 50.00 万股，占总授予数量的 17.98%。激励计划考核目标为以 2019 年营业收入为基数，2020-2022 年营业收入增长率分别不低于 25%、50%、75%。该计划将进一步健全公司激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动核心人员的积极性，保证长期稳定发展。

风险提示：并购整合不及预期，省外业务拓展进度不及预期，新店培育时间加长，市场竞争加剧等。

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