

# 证券研究报告——医药生物行业2021年5月投资策略

## 春暖花开，发掘细分产业链机会

2021-05-06

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 0755-81982940 zhangchao4@guosen.com.cn

联系人：彭思宇 0755-81982723 pengsiyu@guosen.com.cn



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

# 投资摘要：春暖花开，发掘细分产业链机会

## ■ 医药1-3月宏观数据由于低基数呈现高速增长，4月医药板块反弹

医药宏观数据在1-3月由于去年同期的低基数效应均呈现高速增长，全年有望维持高景气度，受支付政策、需求结构调整，板块内结构分化将继续。医药板块前期经过大幅调整后估值在较为合理区间，随着4月业绩期部分医药公司表现靓丽，海外疫情的反复等，医药板块重新获得关注，资金流入，4月出现反弹，上涨12.46%，跑赢大盘，基金医药持仓小幅回升。细分子版块中，医疗器械、生物制品、医疗服务领涨，以龙头公司和业绩表现优异的公司为主。

## ■ 骨科集采细待落地，医保门诊统筹机制改革

4月中旬，《国家组织人工关节类医用耗材集中带量采购方案（征求意见稿）》流出，第二批高值耗材国家集采进入实质性开展阶段。骨科会依据材料和需求量进行分组，并会考虑企业供应问题和服务收费，我们认为可避免小厂报价过低导致的大幅降价，前期过度悲观的预期得到改善，骨科仍以外资龙头为主，国产厂家有望进行国产替代，建议关注细则及后续落地情况。《国务院办公厅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》发布，个人医保账户改革，门诊统筹范围扩大，符合条件的定点药店纳入保障，并且探索“互联网+”医疗服务纳入保障范围，关注零售药店机会。

## ■ 新冠疫苗全球接种，印度疫情爆发，多种变异株可能存在免疫逃逸

中国新冠疫情得到有效控制，疫苗接种超过2.7亿剂。全球范围内确诊数近期有所反弹，印度出现爆发。全球出现英国、南非、巴西、印度四大变异株病毒，变异后主要是增强传染性或是增强免疫逃逸，后三种变异由于存在免疫逃逸，现有疫苗保护力有可能下降。全球疫苗接种超过11亿剂，中、美最多，全球疫苗企业订单接近90亿剂，国产新冠疫苗中北京科兴约5亿剂订单、中生集团超过1亿剂订单，国产疫苗订单集中在南美和亚洲等地区，拉动相关企业业绩。新冠检测的需求长期存在，国内新冠核酸检测服务以及出口抗原和抗体检测的试剂生产企业也将持续获益，建议关注。

## ■ 估值和投资建议：

春节后医药板块风格变化，估值回到均衡，随着业绩发布以及全球疫情变化，4月医药板块重新获得关注，此前从高位回调较大的龙头和白马公司领涨。我们认为，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。当前时点优选一二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，以及部分细分产业链中出现结构性改善机会的标的。**5月份推荐组合为：A股：恒瑞医药、迈瑞医疗、复星医药、人福医药、乐普医疗、普洛药业、以岭药业、药明康德、迪安诊断；港股：威高股份、金斯瑞生物科技、远大医药、锦欣生殖。**

■ 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。

# 5月策略组合个股估值一览

表：国信医药2021年5月策略组合

	代码	公司简称	股价 210430	总市值 亿元/港币	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
					20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
A股组合	600276	恒瑞医药	84.10	4484	1.19	1.74	2.23	2.12	70.9	48.3	37.7	39.6	21.5	4.3	买入
	300760	迈瑞医疗	466.35	5669	5.48	6.65	8.12	9.95	85.2	70.2	57.5	46.9	31.2	3.2	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	32.92	538	0.70	0.97	1.35	1.68	46.8	33.9	24.4	19.6	8.3	0.9	买入
	300003	乐普医疗	32.09	579	1.00	1.29	1.57	2.01	32.1	24.9	20.5	15.9	16.3	0.9	买入
	000739	普洛药业	31.10	367	0.69	0.80	1.00	1.25	44.9	38.9	31.1	24.9	20.0	1.8	买入
	002603	以岭药业	28.05	338	1.01	1.42	1.68	1.90	27.7	19.8	16.7	14.7	14.5	0.9	买入
	609325	药明康德	158.75	3890	1.21	1.59	2.14	2.82	131.4	99.8	74.2	56.3	10.7	-16.8	买入
	300244	迪安诊断	39.00	242	1.29	1.96	2.07	2.37	30.1	19.9	18.8	16.4	17.0	0.9	买入
港股组合	1548.HK	金斯瑞生物科技	14.30	279	-0.05	-0.10	-0.12	-0.13	-	-	-	-	-	-	买入
	1066.HK	威高股份	17.42	788	0.45	0.56	0.68	0.82	38.8	31.3	25.5	21.4	11.6%	1.4	买入
	0512.HK	远大医药	6.52	231	0.51	0.45	0.55	0.67	12.9	14.4	11.8	9.7	15.9%	1.4	买入
	1951.HK	锦欣生殖	20.00	502	0.10	0.14	0.21	0.27	199.3	140.4	93.9	75.2	3.5%	3.7	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

# 医药宏观数据：去年同期低基数下的高增长

- 生产端：2021年1-3月医药制造业工业增加值累计同比增长28.5%，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1-3月的社零总额105221亿元，同比增长33.9%，限额以上中西药品类零售总额1372亿元，同比增长14.9%，社零数据受低基数影响，1-3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：2021年1-2月职工医保累计增长10.7%，居民医保累计增长10.7%。

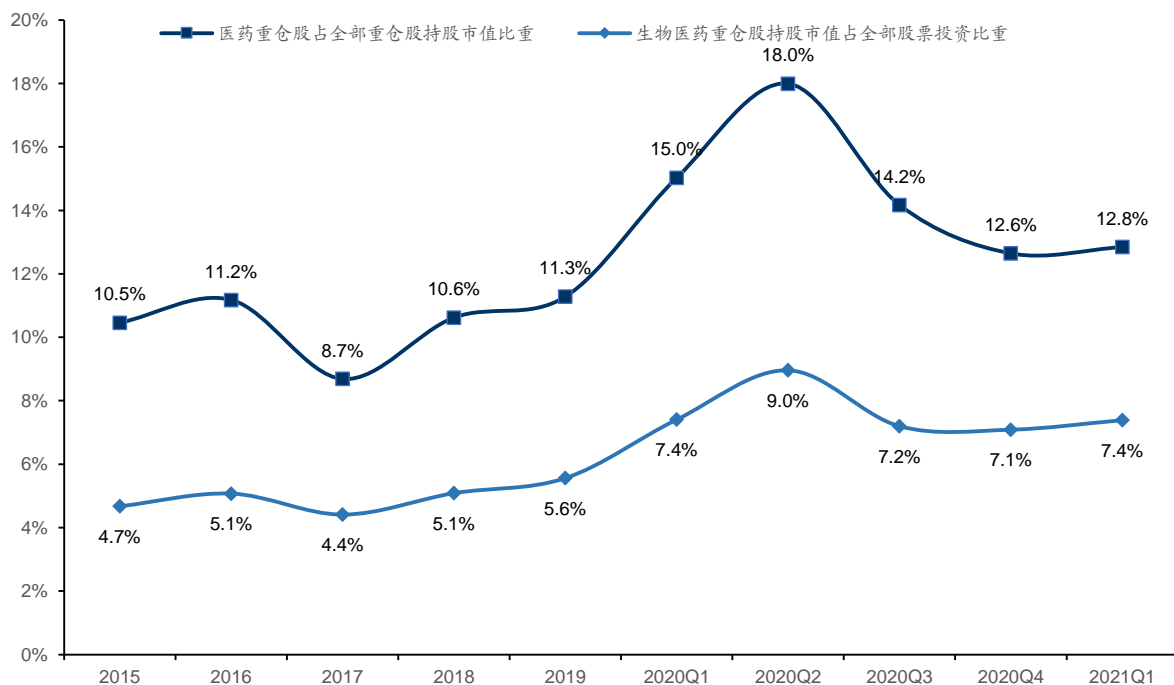
表：医药生产端和需求端宏观数据

类别	指标	累计金额（亿元）	累计同比（%）
医药制造业	工业增加值（1-3月）	-	28.5%
	营业收入（1-3月）	6555	33.5%
	利润总额（1-3月）	1148	88.7%
社会零售总额（1-3月）	总计	105221	33.9%
	限额以上中西药品类	1372	14.9%
消费与收入（1-3月）	人均可支配收入	9730	13.7%
	人均消费支出	5978	17.6%
	人均医疗保健支出	484	16.1%
医保（1-2月）	职工医保支出	1970	10.7%
	居民医保支出	1117	10.7%

# 2021Q1医药生物板块基金持仓小幅回升

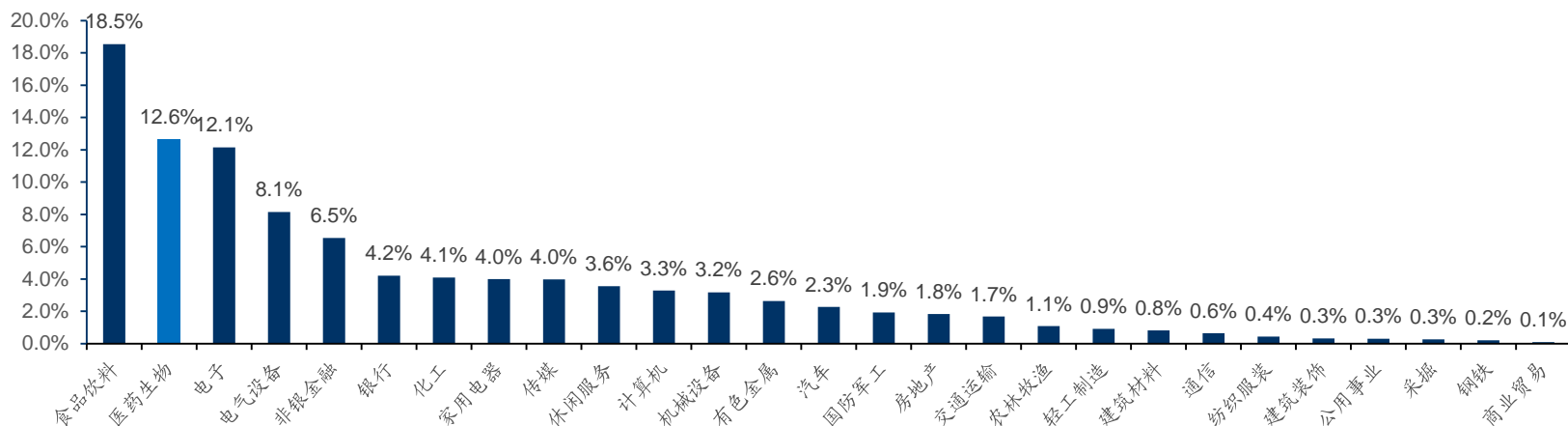
■ Q1医药生物板块重仓股持股市值占比略有回升。截止2021年一季度末医药生物重仓股持股市值占全部重仓股持股市值比重小幅回升至12.7%，占公募基金全部股票投资市值比例小幅提升至7.3%，公募基金对医药板块重仓配置情绪有所回暖，随着年报披露完毕，部分龙头公司超预期增长，叠加海外疫情有所反弹，预计医药板块关注度有望进一步提升。

## 2015年以来基金重仓持股中生物医药板块占比

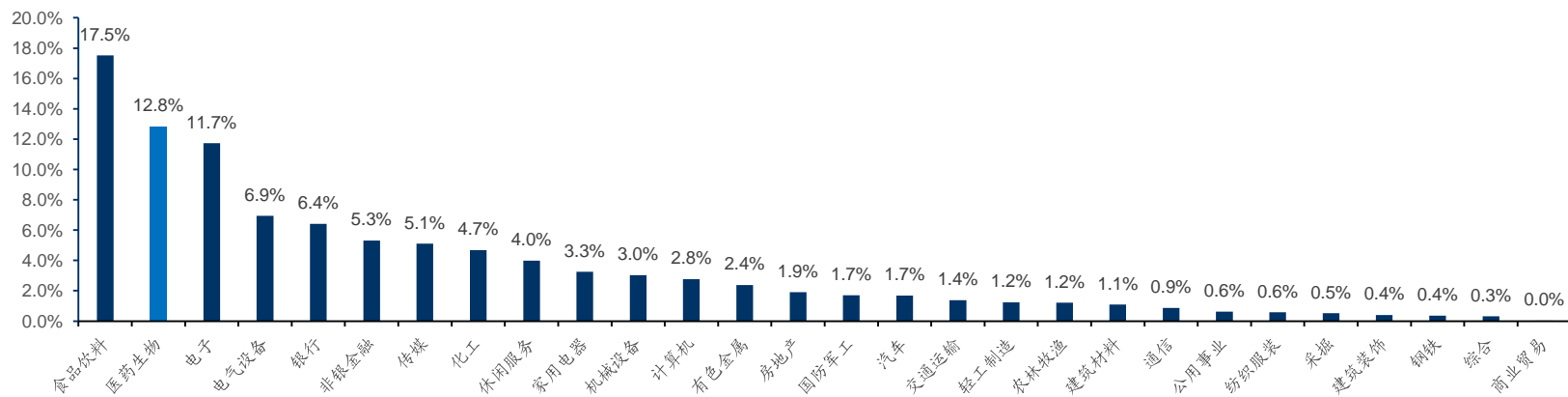


# 2021Q1医药生物板块基金持仓小幅回升

## 2020年末公募基金重仓股行业分布比例



## 2021Q1末公募基金重仓股行业分布比例



# 2021Q1医药生物板块基金重仓股TOP10变动

■ 医药板块前十大重仓股名单较为稳定。2021年Q1医药板块前十大重仓股仅有一家公司变化，迈瑞医疗仍然稳居榜首，恒瑞医药持股总量有所下降，药明康德持续保持较高加仓幅度。医疗服务龙头爱尔眼科、通策医疗持仓总量均略有下降，分别被智飞生物和泰格医药超越。

## 2021一季度末医药生物板块重仓持总市值TOP10

## 2020年末医药生物板块重仓持总市值TOP10

名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股总市值(亿元)
1 迈瑞医疗	568	12,567.57	1,164.98	501.58
2 药明康德	560	33,406.99	4,192.17	468.37
3 长春高新	551	8,300.94	1,037.86	375.15
4 恒瑞医药	588	33,410.76	-4,110.53	307.68
5 智飞生物	373	16,430.14	5,366.82	283.40
6 爱尔眼科	192	34,933.78	-889.42	206.98
7 泰格医药	191	10,514.65	1,069.18	157.84
8 通策医疗	106	4,789.06	-868.11	119.97
9 美年健康	67	73,009.71	17,658.79	112.56
10 凯莱英	115	3,622.48	51.05	104.17

名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股总市值(亿元)
1 迈瑞医疗	550	11,402.72	933.31	485.76
2 恒瑞医药	756	37,250.55	554.36	415.19
3 药明康德	466	29,217.36	6,606.16	393.62
4 长春高新	455	7,264.40	1,529.30	325.63
5 爱尔眼科	268	35,823.20	1,927.06	268.28
6 智飞生物	256	11,064.54	-480.01	163.50
7 通策医疗	136	5,657.17	4.35	156.43
8 泰格医药	180	9,453.48	3,641.89	152.78
9 康泰生物	101	6,929.42	-1,026.41	120.92
10 凯莱英	107	3,571.51	739.22	106.55

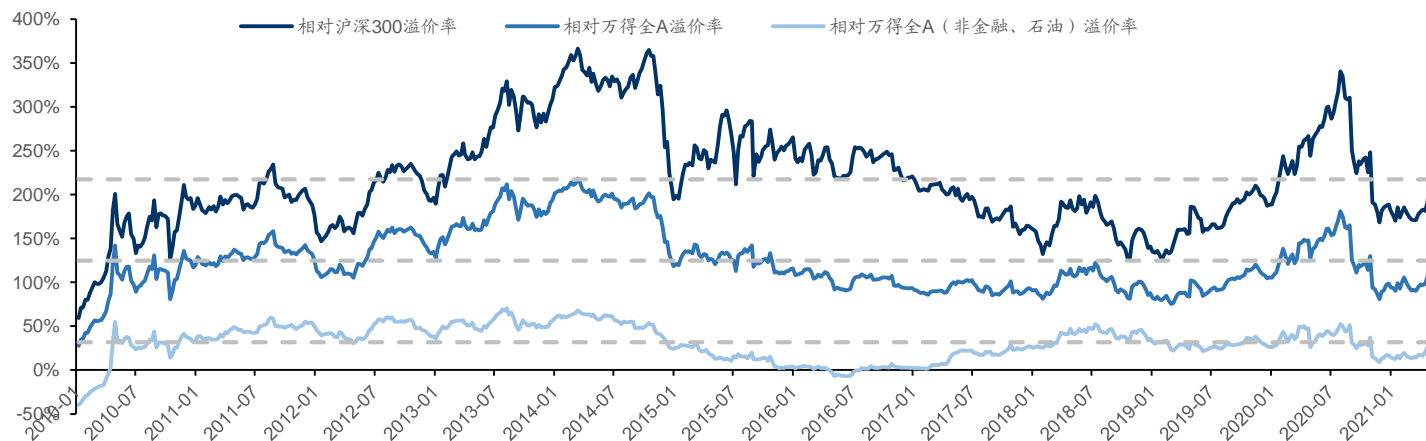
# 医药板块估值溢价率回升

■ **相对估值水平：**2021年4月医药板块整体相对估值水平整体有所提升，截止2021/04/30，医药生物（申万）市盈率（TTM）为45.14X，相对沪深300、万得全A、万得全A（非金融、石油）估值溢价率均有所回升，回到历史中值位置之上。

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

# 骨科关节集采或有实质性进展，关注执行细则落地

■ 事件：4月中旬，《国家组织人工关节类医用耗材集中带量采购方案（征求意见稿）》流出，医疗器械行业协会随后发布了面向人工关节类生产经营流通企业征求意见的函件。第二批高值耗材国家集采进入实质性开展阶段。

## ■ 国信医药观点：

- ✓ 或依据材料和需求量进行分组，可避免小厂报价过低导致的大幅降价。相较于冠脉支架集采不进行质量、界面或需求量分组而言，关节集采中髌关节可能按照股骨头和髌臼内衬的材质组合，分为陶瓷-陶瓷、陶瓷-聚乙烯、合金-聚乙烯三组。同时将综合考虑医疗机构需求、企业供应能力等因素分组竞价。该项规定将不同材质的髌关节进行区分，同时考虑终端需求情况，组内竞价的模式可能部分避免冠脉支架集采中需求量小的厂商为求中选而大幅降价的情况出现；
- ✓ 具体竞价规则尚未明确，需关注细则出台。根据征求意见稿，入围企业基于不同分组内同样的中选规则确定。相较于冠脉支架集采征求意见稿中所述“由价格较低、降价幅度较大、符合质量要求的产品中选”，关节集采征求意见稿中仅提到“通过价格竞争产生入围企业”，同时要求“合理控制价差”（不同组之间防止价格倒挂；同等情况下，性能材质更优、需求量大的企业更有机会中选）。但具体组内的淘汰率、是否有限价、如何控制价差等关键指标尚需等待具体集采执行细则出台；
- ✓ 关注企业供应问题和服务收费。在征求意见稿中，多次提及企业供应能力，企业承诺满足31个省份全部地市采购需求才能被分入同一组，并且中选企业需要配备足够的配套工具。在具体报价中，企业还需要考虑伴随服务的费用并包含在企业报价中。覆盖全国的龙头企业相较区域性关节厂商在分组中有一定优势；
- ✓ 国产关节龙头站在进口替代优势一方，悲观预期有边际改善。国内骨科市场仍主要被外资巨头主导，关节市场中爱康医疗和春立医疗排名前五，威高骨科排名第7，但市场份额相较捷迈邦美、强生仍有较大差距，且龙头集中度较低。伴随关节手术渗透率提升，在国采中如若国产厂商中选，且价格降幅控制在合理范围，有望扩大市场份额，相较此前市场的悲观预期能有较明显的边际改善。关注：威高股份、爱康医疗、春立医疗。

表：2019年国内骨科植入物及各细分领域排名和份额情况

排名	骨科植入物	脊柱	创伤	关节
1	强生（17.24%）	强生（28.29%）	强生（14.24%）	捷迈邦美（15.53%）
2	美敦力（9.70%）	美敦力（24.39%）	史赛克（8.15%）	强生（13.55%）
3	捷迈邦美（5.97%）	威高骨科（7.92%）	大博医疗（7.79%）	爱康医疗（9.21%）
4	史赛克（5.19%）	史赛克（6.50%）	美敦力（5.19%）	春立医疗（8.96%）
5	威高骨科（4.61%）	三友医疗（3.97%）	威高骨科（4.66%）	林克骨科（6.92%）
6				施乐辉（5.36%）
7				威高骨科（3.53%）

资料来源：中国医疗器械行业协会、威高骨科招股书

# 医药零售：个人账户改革，机遇挑战并存

■ 《国务院办公厅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》：为健全互助共济、责任共担的职工基本医疗保险制度，解决职工医保参保人员门诊保障问题，减轻其医疗费用负担，4月22日国务院办公厅发布上述指导意见。

## ■ 政策要点

- ✓ 个人账户计入：在职职工=基数\*2%，退休人员统筹定额划入≈当地当年养老金平均水平\*2%。
- ✓ 门诊统筹：疾病谱从门慢门特开始，扩大到多发病、常见病，将部分治疗周期长、对健康损害大、费用负担重的疾病门诊费用纳入共济保障；门诊共济保障：重大疾病可以把门诊费用纳入共济保障，对部分适合在门诊开展、比住院更经济方便的特殊治疗，可参照住院待遇进行管理；从病种保障向费用保障过渡。
- ✓ 将符合条件的定点零售药店提供的用药保障服务纳入门诊保障范围，支持外配处方在定点零售药店结算和配药，充分发挥定点零售药店便民可及的作用；探索将符合条件的“互联网+”医疗服务纳入保障范围。
- ✓ 个人账户使用：除用于参保人员在医院、药店的自付费用之外，也可以用于近亲属在医院、药店的个人自付费用；探索个人账户用于近亲属城乡居民医保的个人缴费；不得用于公卫、体育、保健。
- ✓ 覆盖人群先覆盖全部职工医保，统筹支付比例50%以上，后续完善城乡居民医保的门诊统筹。
- ✓ 各省在2021年12月底前出台实施办法，指导各统筹地区推进落实，可设置3年左右的过渡期，逐步实现改革目标。

## ■ 国信观点：零售药店机遇挑战共存

- ✓ 职工医保个账是药店收入增长的驱动因素之一，2019年我国职工医保个人账户在药店支出费用2029亿元，约占药品零售市场规模的一半，职工医保个账缩减对医保定点药店营收或将对药店客流构成冲击。
- ✓ 长期来看医药分离是必然趋势，《意见》明确“支持外配处方在定点零售药店结算和配药”“探索将符合条件的互联网+医疗服务纳入保障范围”，随着门诊纳入统筹进程推进，药店纳入统筹确定性增强，同时互联网、异地医保结算等改革预期对零售药店带来利好。

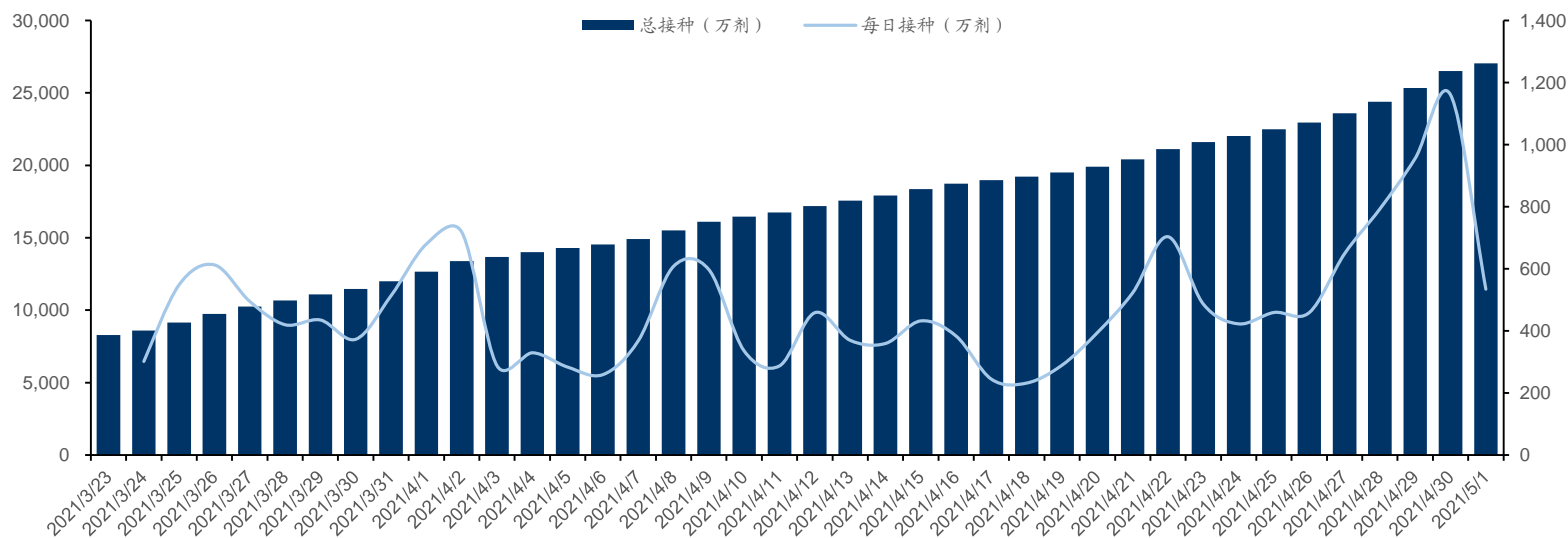
## ● 新冠疫情追踪

# 中国：新冠疫情得到控制，疫苗接种量超过2.7亿剂次

■ **中国新冠疫情得到控制。**截至5月2日24时，全国现有确诊病例323例（其中重症病例5例），累计治愈出院病例85738例，累计死亡病例4636例，累计报告确诊病例90697例，现有疑似病例11例。5月2日新增确诊病例11例，均为境外输入病例（上海5例，广东4例，内蒙古1例，四川1例）；无新增死亡病例；无新增疑似病例。

■ **中国新冠疫苗接种量超过2.7亿剂次。**国内已有国药北京所、武汉所、北京科兴、康希诺、智飞生物等生产的新冠疫苗获批上市；国内对于新冠疫苗实行免费自愿接种。据卫健委网站信息，截至5月1日，全国已接种新冠疫苗2.7亿剂次，平均每日接种约480万剂次。

图：中国新冠疫苗接种情况

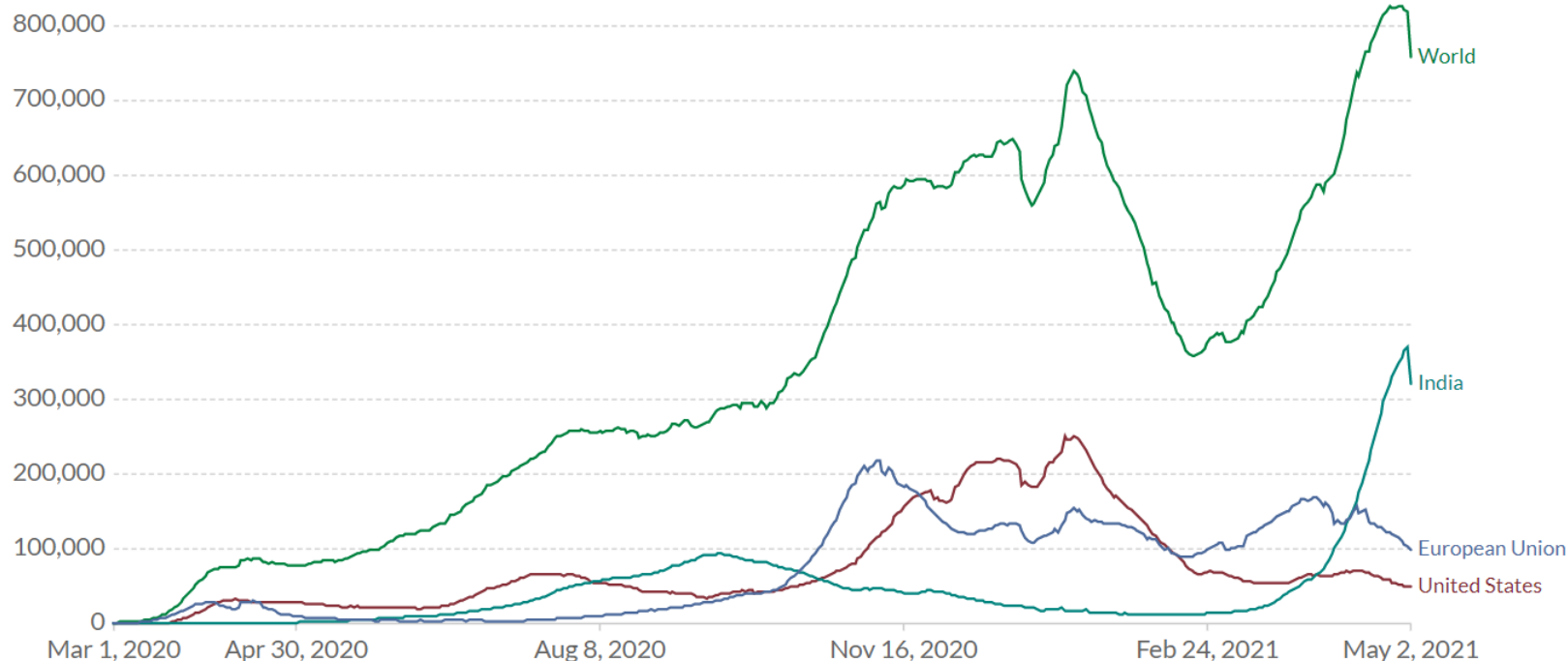


资料来源：卫健委、国信证券经济研究所整理

# 全球：每日确诊数反弹，印度疫情爆发

近期全球新冠每日确诊人数从高位回落后又出现反弹，5月1日新增确诊人数超过80万人。欧美等国通过大范围接种疫苗以及管制措施，新增确诊人数得到控制。印度每日新增确诊超过30万人，且在持续提升中。

图：全球新冠疫情每日确诊人数

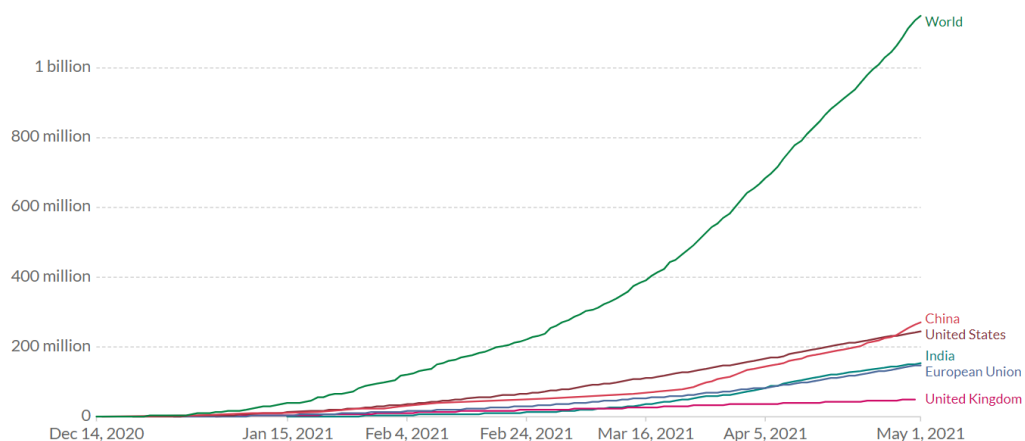


资料来源：Our World in Data、国信证券经济研究所整理

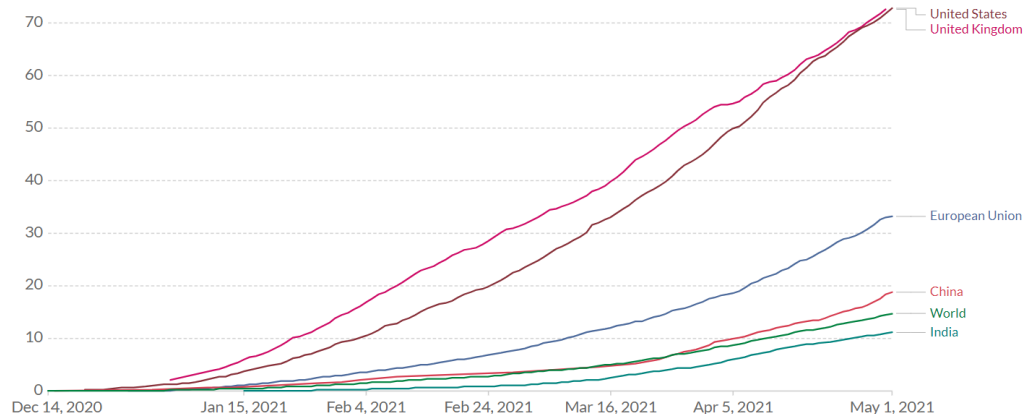
# 全球新冠疫苗接种：已超过11亿剂

图：全球新冠疫苗接种剂次

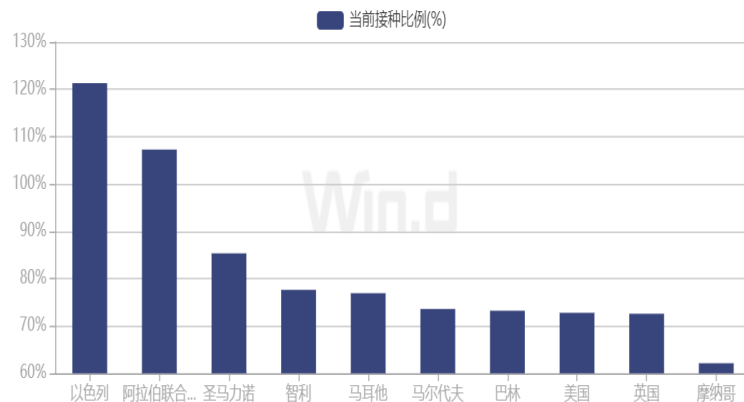
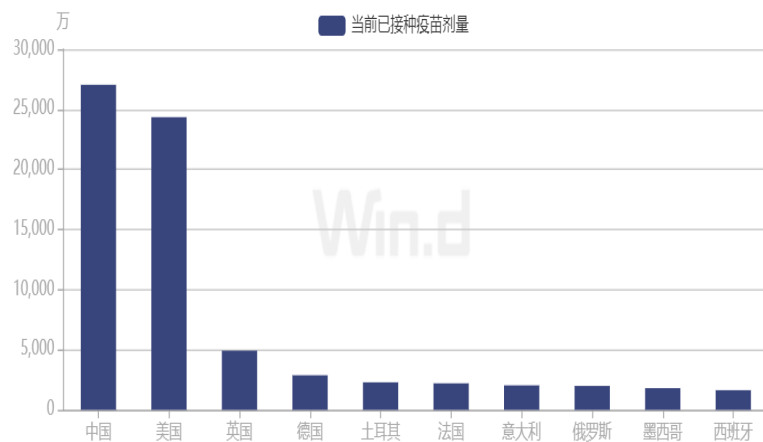
累计接种剂次（百万剂）



累计接种剂次（剂/100人）

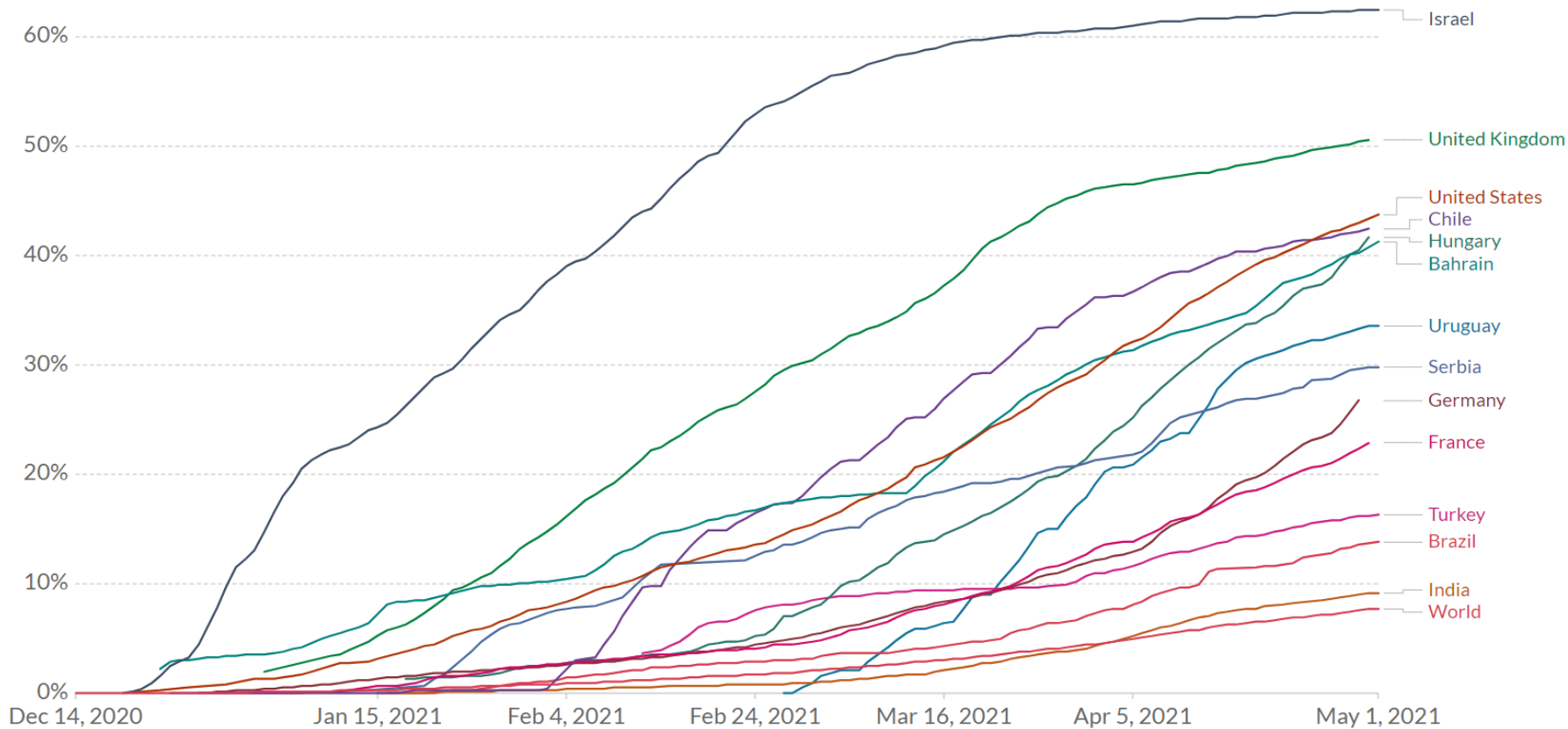


图：全球新冠疫苗接种Top10



# 疫苗接种率（至少一针）：以色列居首，美国超40%

图：全球主要国家、地区新冠疫苗接种率

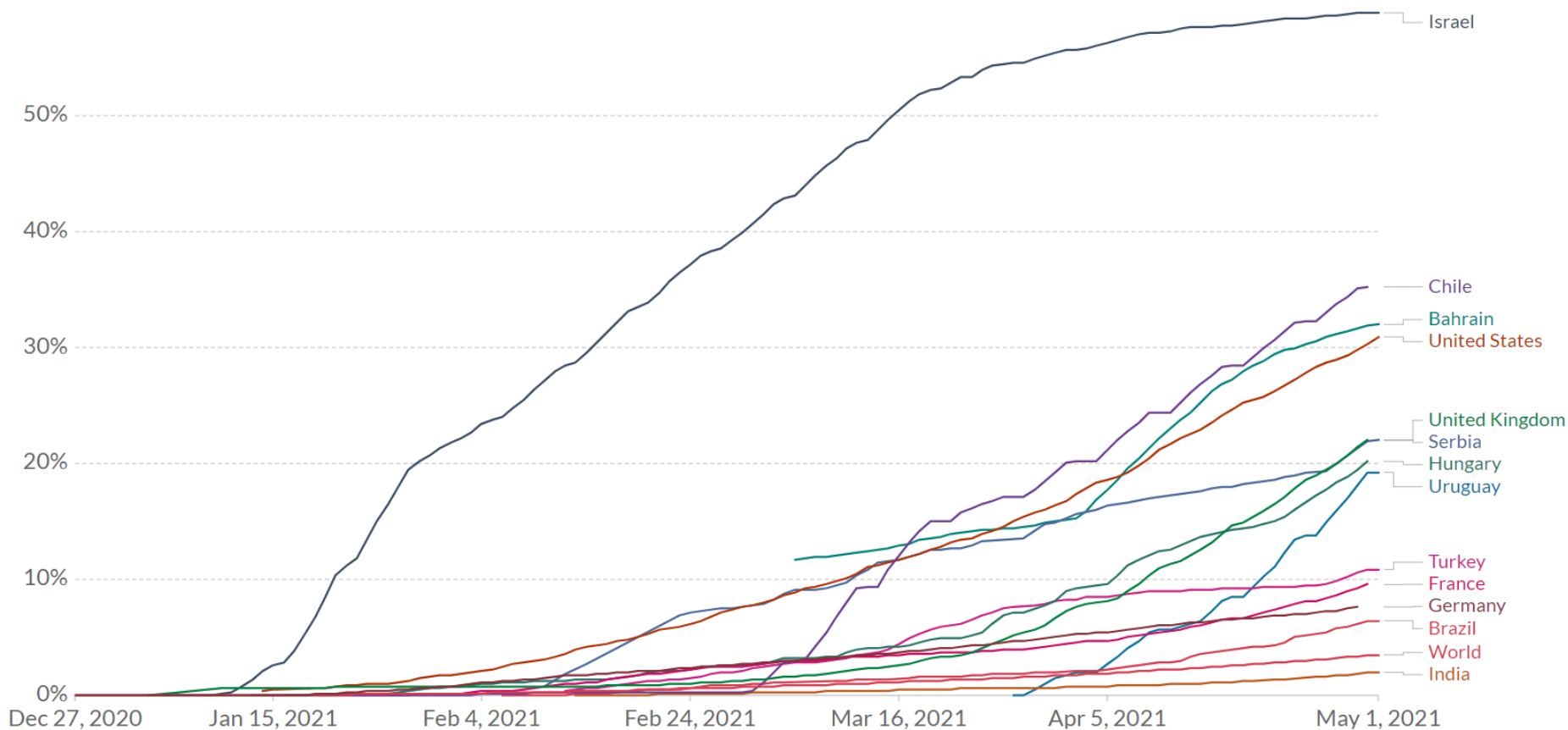


资料来源：Our World in Data、国信证券经济研究所整理。图示为至少接种过一剂新冠疫苗的人群占总人群的比例。



# 疫苗接种率（完成免疫）：美国超过30%

图：全球主要国家、地区新冠疫苗接种率（完成免疫接种程序）

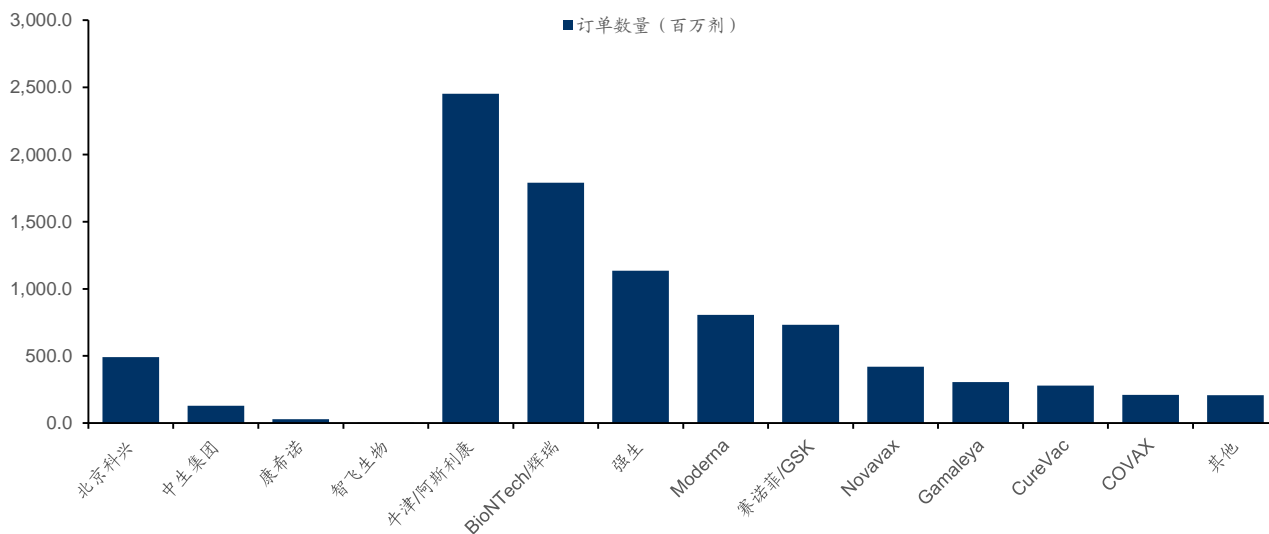


资料来源：Our World in Data、国信证券经济研究所整理

# 全球新冠疫苗订单接近90亿剂

全球范围内已确认的新冠疫苗订单量合计接近90亿剂，其中，牛津/阿斯利康、BioNTech/辉瑞、强生开发的三款疫苗订单数量最多，且均超过10亿剂。国产新冠疫苗中北京科兴、中生集团、康希诺和智飞生物的疫苗均获得海外订单，其中北京科兴、中生集团获得的订单超过1亿剂。

图：全球主要企业新冠疫苗订单情况（百万剂）



资料来源：

、国信证券经济研究所整理。

注：此处仅纳入已明确披露采购量的订单。

# 国产新冠疫苗订单集中在南美和亚洲等地区

表：国产疫苗全球订单情况

国家/地区	智飞生物	康希诺	中生集团	北京科兴	总计	国家/地区	智飞生物	康希诺	中生集团	北京科兴	总计
Albania				1.0	1.0	Malaysia		3.5		14.0	17.5
Argentina			4.0		4.0	Mexico		8.0	12.0	20.0	40.0
Azerbaijan				9.0	9.0	Mongolia			0.3		0.3
Bahrain			0.3		0.3	Morocco			41.0		41.0
Benin				0.2	0.2	Pakistan		0.1	1.5	0.5	2.1
Bolivia			0.5		0.5	Peru			38.0		38.0
Brazil				100.0	100.0	Philippines				25.0	25.0
Cambodia				1.5	1.5	Senegal			0.2		0.2
Chile		1.8		60.0	61.8	Serbia			3.0		3.0
Colombia				7.5	7.5	Somalia			0.2		0.2
Ecuador				2.0	2.0	Thailand				7.1	7.1
Egypt			20.0		20.0	Turkey				100.0	100.0
El Salvador				2.2	2.2	Ukraine				5.0	5.0
Hong Kong				7.5	7.5	United Arab Emirates			3.0		3.0
Hungary			5.0		5.0	Uruguay				1.7	1.7
Indonesia		15.0		125.5	140.5	Uzbekistan	1.0				1.0
Jordan			0.2		0.2	Zimbabwe			0.8	1.2	2.0
总计							1.0	28.4	130.0	490.9	650.2

资料来源: Duke Global Health Innovation Center、国信证券经济研究所整理

## ● 新冠疫苗重点候选产品概览

# 新冠疫苗早期临床免疫原性数据初步汇总

根据疾病vs疫苗映射模型定性分析和半定量推断，我们认为：

■ 如果疫苗接种后免疫反应能达到或超过康复患者水平，那么疫苗保护力及持久性也能达到或超过康复患者水平

■ 如果达到上述标准，疫苗保护力应该能达到80-90%左右或者更高，持久性应该能达到6个月以上或者更长期

我们预测：

■ 目前临床开发进度靠前的候选疫苗，都有较大概率在ph3有效性试验中达到FDA指南提出的（50/30）最低要求

■ 目前处于临床前或早期临床阶段的候选疫苗，如果在ph1/2展示出相当的免疫原性和较好的安全性，也有较大概率达到最低要求

表：目前已公开的新冠疫苗免疫原性数据概览

类型	候选疫苗	研发企业	Ph3推荐剂量	Ph3推荐接种程序	免疫原性数据来源	体液免疫			细胞免疫				
						中和性抗体阳转率	滴度	HCS	反应性T细胞亚群CD8+	CD4+	CD4+ T反应类型Th1型	Th2型	T细胞免疫记忆
RNA	BNT162b2	BioNTech、辉瑞、复星	30µg	0/3周	德美ph1/2	100%	100-1K	高于	较完全	较完全	有	无	未报道
RNA	mRNA-1273	Moderna	100µg	0/4周	美国ph1	100%	200-1K	高于	较弱	较完全	有	无	未报道
RNA	CVnCoV	CureVac	12µg	0/4周	德国ph1	100%	20-200	相当	未报道	未报道			
RNA	ARCoV	艾博生物、沃森生物	未确定	未确定	临床前	有			有	有	有	不显著	Tem
DNA	INO-4800	Inovio、康泰生物	未确定	0/4周	美国ph1	100%	30-200	NA	有	有	有	有	Tcm/em
病毒载体	Ad5-nCoV	中国军科院、康希诺	5e10 vp	一针法	中国ph2	约50%	约20	较低	较完全	较完全	有	未报道	未报道
病毒载体	AZD1222	牛津大学、AZ、康泰	5e10 vp	0/4周	美国ph1	近100%	200-1K	相当	有(未区分)		有(未区分)		未报道
病毒载体	Ad26COVS1	JnJ	1e11 vp	一针法	ph1/2a	99%	50-500	接近	较完全	较完全	有	几乎无	未报道
病毒载体	Sputnik V	Gamaleya研究所	1e11 vp	0/3周	ph1/2	100%	20-100	接近	较完全	较完全	有(未区分)		未报道
全病毒灭活	CoronaVac	科兴中维	3µg+铝	0/2周	中国ph1/2	近100%	20-60	NA	无	无			
全病毒灭活	BBIBP-CorV	国药中生北京所	4µg+铝	两针法	中国ph1/2	近100%	50-500	NA	无	无			
全病毒灭活		国药中生武汉所	5µg+铝	两针法	中国ph1/2	近100%	100-1K	NA	无	无			
全病毒灭活	KCONVAC	康泰生物	5µg+铝	0/4周	中国ph1/2	97%	30-500	略高	较弱(未区分)				
全病毒灭活	BBV152B	Bharat Biotech	6µg+Al-IMDG	0/4周	印度ph2	98%	40-1K	相当	未报道	有	主要	几乎无	Tcm
重组蛋白	NVX-CoV2373	Novavax	5µg+AS03	0/3周	澳洲ph1/2	100%	3K-4K	高于	未报道	有	主要	几乎无	未报道
重组蛋白	ZF2001	中科院、智飞生物	25µg+铝	0/4/8周	中国ph1/2	近100%	30-300	略高	较弱(未区分)		较弱	较弱	未报道
重组蛋白	SCB-2019	三叶草	9µg+AS03	0/3周	澳洲ph1	100%	500-5K	高于	未报道	有	主要	几乎无	未报道
重组蛋白	S-RBD	四川大学华西医院	未确定	未确定	临床前	有			有	有	有	有	Tm
病毒样颗粒	COVLP-019	Medicago	3.75µg+AS03	0/3周	加拿大ph1	近100%	30-200	略高	有(未区分)		有	有	未报道

资料来源：NEJM、Lancet、Cell、Nature、medRxiv、bioRxiv，各公司公告及新闻稿，新闻报道，公开资料；国信证券经济研究所整理

注：HCS：康复患者血清；每个临床试验中中和性抗体滴度测定方法（PRNT或MNT）不同、康复患者血清来源不同，不能简单以高于或低于康复患者血清的水平来衡量中和性抗体滴度是否具有足够保护力；每个临床试验的同类指标定义不同、检测方法不同，不能做跨临床试验的横向比较。

# 新冠疫苗ph3临床有效性数据初步汇总（表）

表：目前已公开的新冠疫苗有效性数据概览

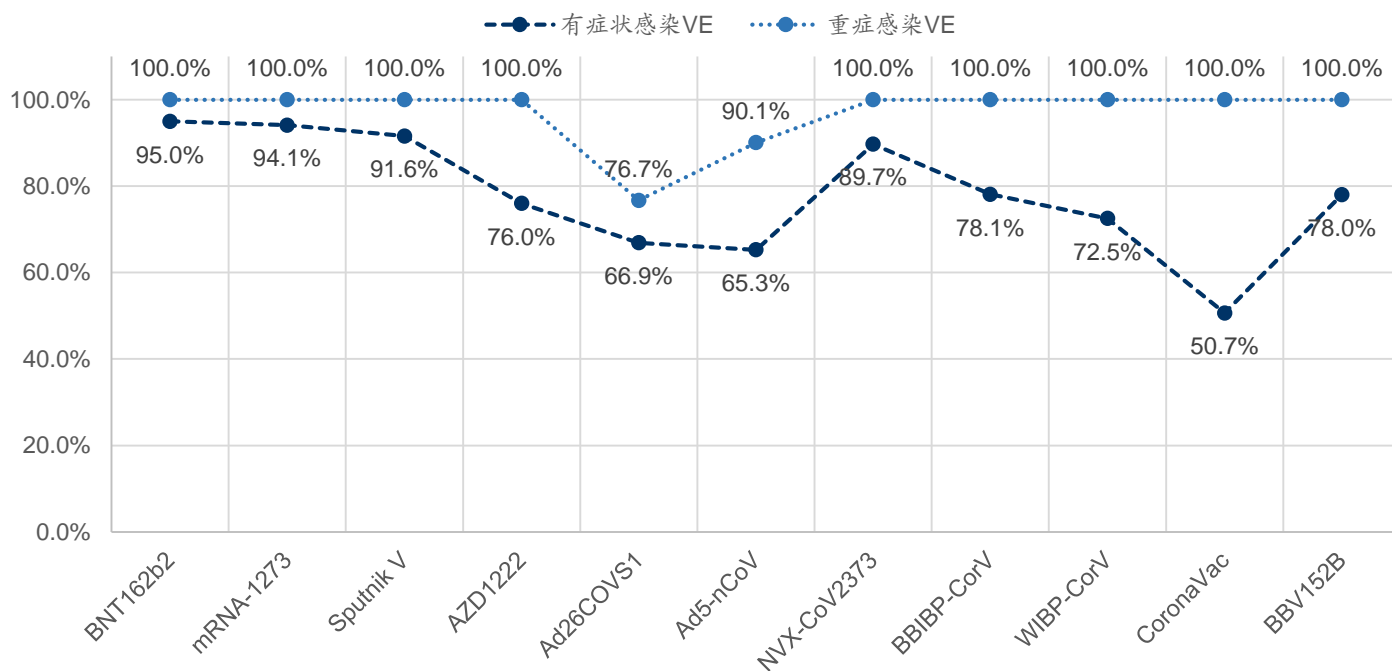
类型	RNA疫苗		病毒载体疫苗				重组蛋白疫苗	灭活疫苗				
产品	BNT162b2	mRNA-1273	AZD1222	Ad26COVS1	Ad5-nCoV	NVX-CoV2373	BBIP-CorV	CoronaVac	BBV152B			
商品名	Comirnaty		Sputnik V	Vaxzevria	克威莎		众爱可维	众康可维	克尔来福	Covaxin		
研发企业	复必泰		Gamaleya	Covishield	Convidecia	Novavax	国药北京所	国药武汉所	科兴中维	Bharat		
	BioNTech	Moderna	牛津大学	JnJ	军科院							
	Pfizer、复星		AZ、SII		康希诺							
Ph3 NCT	NCT04368728	NCT04470427	NCT04530396	NCT04516746	NCT04505722	NCT04526990	NCT04583995	NCT04510207	NCT04510207	NCT04456595	NCT04641481	
主要区域	美国	美国	俄罗斯	美国	美国等9国	拉美等5国	英国	阿联酋	阿联酋	巴西	印度	
ITT N=	43.5K	30.4K	22.0K		44.3K	40K		20K	20K	12.4K	25.8K	
FAS N=	36.5K	28.2K	19.9K	32.4K	43.8K		15K			9.8K		
随机化	1:1	1:1	3:1	2:1	1:1		1:1	1:1:1	1:1:1	1:1	1:1	
年龄段	16岁以上	18岁以上	18岁以上	18岁以上	18岁以上	18岁以上	18岁以上	18-59岁	18-59岁	18岁以上	18岁以上	
接种程序	0/21天两针法	0/28天两针法	0/21天两针法	0/28天两针法	一针法	一针法	0/21天两针法	0/21天两针法	0/21天两针法	0/2-4周两针	0/28天两针法	
时间起点	V2+7天	V2+14天	V1+21天	V2+15天	V1+14天	V1+28天	V2+7天	V2+14天	V2+14天	V2+14天	V2+14天	
主要终点:												
WHO2+	95.0%	94.1%	91.6%	76%	66.9%	66.5%	65.28%	89.7%	78.1%	72.51%	50.7%	78%
有症状感染	8 vs 162	11 vs 185	16 vs 62	62 vs 128	117vs351	66 vs 195	(35 vs 100)	10 vs 96	21 vs 95		85 vs 168	23 vs 104
WHO3+			100%		66.9%	66.1%		85.7%			83.7%	
医疗援助			0 vs 20		116vs348	66 vs 193		9 vs 63			5 vs 30	
WHO4+				100%	93.1%	100%			78.7%		100%	
住院/中度					2 vs 29	0:16			3 vs 14		0 vs 10	
WHO6+	90-100%	100.0%		100%	76.7%	85.4%	90.07%	100.0%	100%		100%	100%
住院/重症	1 vs 9	0 vs 30			14 vs 60	5 vs 34	(1 vs 10)	0 vs 5	0 vs 2		0 vs 5	
亚组分析:												
老年组	65+: 94.7%	65+: 86.4%	65+: 85%	60+: 91.8%	60+:76.3%	66.2%		65+: 90.0%	NA	NA	60+: 50%	
	1 vs 19	4 vs 29		2 vs 8	21 vs 88	14 vs 41		1 vs 9			2 vs 4	
变异株:												
英国B.1.1.7								86.3%				
								9 vs				
南非B1.351	100% (0:6)			10.4% (19:20)	52.0%	64.0%		48.6/55.4%				
巴西P.1												~50%

资料来源：NEJM, Lancet, WHO, 各公司公告及新闻稿, 新闻报道, 公开资料; 国信证券经济研究所整理

注：灰色底纹为各临床试验的有效性主要终点，第一行为VE点估计值，第二行为疫苗组vs安慰剂组的病例数；每个临床试验的区域不同、入组受试者基线不同、感染风险不同、流行病病毒株不同、疾病诊断方法和严重程度的定义指标定义不同，不能做跨临床试验的横向比较；本表格将各临床试验方案定义的疾病严重程度向WHO CPS 0-10标度靠拢。

# 新冠疫苗ph3临床有效性数据初步汇总（图）

图：目前已公开的新冠疫苗有效性



资料来源：NEJM, Lancet, WHO, 各公司公告及新闻稿, 新闻报道, 公开资料; 国信证券经济研究所整理  
 注：每个临床试验的区域不同、入组受试者基线不同、感染风险不同、流行病毒株不同、疾病诊断方法和严重程度的定义指标定义不同，不能做跨临床试验的横向比较；具体注释见前表。

# 病毒突变及其潜在影响

由于海外疫情防控不力，新冠病毒在全球各地广泛传播，每日新增及累积感染人数不断创下新高，导致随机突变不断累积：

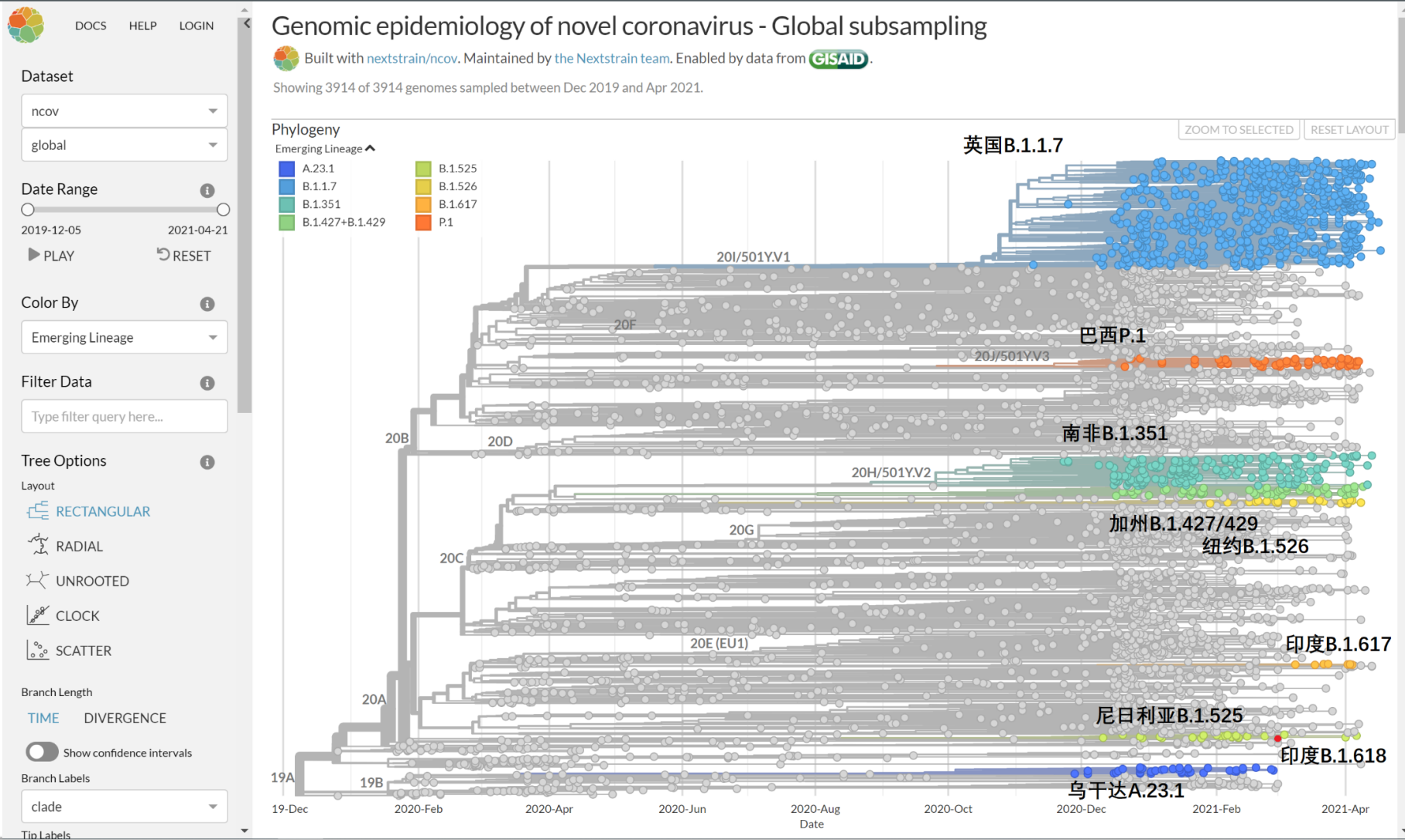
- 病毒随机突变的唯一目的是提高传染性（transmissibility）、扩大被感染的宿主总数量
- 在人类应对新冠病毒大流行期间，对病毒突变的选择压力（selection pressure）可能出现在多个环节：
  - 非药物干预措施（NPI）：全球各国均广泛采取检测、追踪、隔离等常规措施；病毒突变倾向于减少上呼吸道病毒载量、延长潜伏期、降低症状严重程度（不一定降低死亡率），以避免宿主被检测、被识别、被隔离
  - 治疗性药物：针对病毒靶点（如RdRp、S蛋白等）的抗病毒药物和中和性抗体，以及针对宿主靶点（如CD24、AR等）的药物和免疫调节药物；由于未被广泛使用，因此没有造成显著的自然选择，也没有出现耐药性突变
  - 自然感染康复：部分国家地区检测能力较差，有众多患者既往感染后康复，且多为无症状、轻症感染，血清中特异性抗体和中和性抗体种类较少、滴度较低、记忆性较差；即使暂时形成群体免疫，但依然有可能出现免疫逃逸（immune escape）变异株；南非、巴西、印度变异株的出现和广泛传播，很有可能就是这种选择压力的结果
  - 预防性疫苗接种：部分国家地区从2020年底开始大规模疫苗接种；如果疫苗接种者的中和性抗体滴度显著高于康复患者水平，则能够形成较高水平的免疫屏障；虽然疫苗免疫存在对病毒突变的选择压力，但如果形成群体免疫，出现免疫突破（immune breakthrough）变异株的概率较低

截止目前出现在新冠病毒S蛋白上的突变，根据对传染性、免疫原性的影响，可以分为两大类：

- 部分突变对免疫原性没有显著影响，但具有增强传染性的潜力：
  - D614G：分子病毒学研究表明，D614G能够增强S三聚体稳定性，从而提高感染细胞的能力；流行病学数据显示，自从2020年初在欧洲出现后，携带D614G的病毒株迅速成为全球主要的流行株，并成为目前各变异株的共同基础突变
  - N501Y：分子病毒学研究表明，N501Y具有增强传染性的潜力；分子流行病学显示，英国（B.1.1.7、501Y.V1）、南非（B.1.351、501Y.V2）、巴西（P.1、501Y.V3）变异株均出现N501Y突变，显示趋同进化可能性
  - L452R：分子病毒学研究表明，L452R具有增强传染性的潜力；分子流行病学显示，美国加州（B.1.429、CAL.20C、452R.V1）、印度（B.1.617）变异株均出现L452R突变，显示趋同进化可能性
- 部分突变具有免疫逃逸潜力，主要集中在S1-RBD免疫原性的关键表位：
  - E484：如E484KQ，可能会导致class 1中和抗体失效（潜在免疫逃逸）
  - K417：如K417NT，可能会导致class 2中和抗体失效（潜在免疫逃逸）
- 目前已发现广泛传播的病毒变异株，通常同时包含增强传染性的突变和潜在免疫逃逸突变，而且主要集中在无症状、轻症感染比例较高、康复患者自然免疫水平较低的地区，我们认为很有可能是自然感染康复的群体免疫选择压力的结果



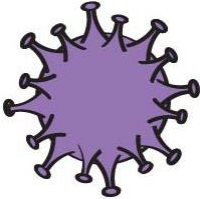
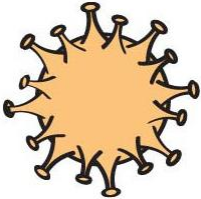
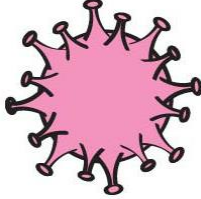
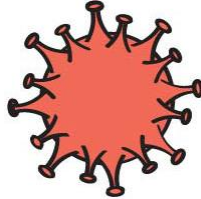
# 主要病毒变异株的系统发育树



资料来源: [nextstrain.org](https://nextstrain.org)

# 四大变异株的传染性均有增强，免疫逃逸潜力有高有低

表：重点关注的新冠病毒变异株的病毒学、流行病学、免疫学特征

新冠病毒变异株	英国株	南非株	巴西株	印度株
				
演化支 (clade)	20I	20H	20J	20A
PANGO谱系 (lineage)	B.1.1.7	B.1.351	P.1 (B.1.28.1)	B.1.617
其他命名	VOC-202012-01, 501Y.V1	501Y.V2	501Y.V3	VUI-21APR-01
首次记录地点	英国	南非	巴西	印度
首次记录时间	2020.10	2020.11	2020.11	2020.12
广泛报道时间	2020.12	2021.01	2021.01	2021.04
S1-NTD	ΔHV69-70, ΔY144	L18F, D80A, D215G, ΔLA242-243	L18F, T20N, P26S, D138Y, R190S	G142D, E154K
S蛋白的特征突变 (相对于武汉原始病毒株)				
S1-RBD	N501Y	K417N E484K N501Y	K417T E484K N501Y	L452R E484Q
S1-CTD	A570D D614G P681H	D614G	D614G H655Y	D614G P681R
S2	T716I, S982A, D1118H	A701V	T1027I, V1176F	Q1071H
重点关注突变及其潜在后果	增强传染性 免疫逃逸	D614G、N501Y增强传染性	D614G、N501Y增强传染性	D614G、L452R增强传染性
流行病学数据推测的传染性	较高	D614G、N501Y增强传染性 E484K逃逸class 1中和抗体 K417N逃逸class 2中和抗体	D614G、N501Y增强传染性 E484K逃逸class 1中和抗体 K417T逃逸class 2中和抗体	D614G、L452R增强传染性 E484Q逃逸class 1中和抗体
流行病学数据推测的死亡率	有所提高	中等	较高	较高
康复患者的中和抗体滴度	无明显下降	尚不明确	尚不明确	尚不明确
疫苗接种者的中和抗体滴度	无明显下降	有明显下降	有明显下降	有明显下降
对疫苗有效性的潜在影响	无明显下降	有明显下降	有明显下降	有明显下降
		有明显削弱或逃逸可能	有明显削弱或逃逸可能	有削弱可能

资料来源：联合早报，NEJM，Science，Nature，BMJ，bioRxiv，medRxiv，SSRN，ICL，PHE，各公司公告及新闻稿，新闻报道，公开资料；国信证券经济研究所整理

## ● 细分板块观点

# 药品板块：板块延续回调，走势趋于平稳

- 化学制剂板块4月先跌后涨，总体小幅上涨。截止4月30日，医药生物板块（申万）月内上涨10.97%，化学制剂子版块上涨1.28%，弱于医药板块整体，月内走势先跌后涨，市场情绪有所回暖。
- ✓ 恒瑞医药：2020年公司业绩符合预期，肿瘤业务维持稳健增长，麻醉业务受疫情部分影响，造影剂业务平稳增长。公司保持较高研发强度，研发项目进展顺利，股权激励力度较大，对业绩增速带来一定影响。
- ✓ 人福医药：2020及2021Q1业绩稳健增长，合并范围变化影响收入端增速，核心子公司宜昌人福延续高增长，麻醉药品收入约42亿元（+16%），其中非手术科室收入约8亿元（+35%），阿芬太尼、瑞马唑仑等新产品有望凭借公司强大的学术推广能力实现快速放量。归核聚焦战略稳步推进，资产负债率和有息债务均有下降，公司经营效率和资本结构有望改善。
- ✓ 贝达药业：2021Q1收入6.19亿元，环比增长70.62%，达到去年全年营收的三分之一。埃克替尼高基数下保持稳健增长，持续推进恩沙替尼市场推广，Q1实现收入3005安远，并积极推动恩沙替尼一线适应症注册。加大研发投入，在研项目稳步推进。

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 210430	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 20A	PEG 21E	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
600276	恒瑞医药	84.10	4484	1.19	1.74	2.23	2.12	70.9	48.3	37.7	39.6	21.5	4.3	买入
600196	复星医药	60.24	1544	1.43	1.76	2.12	2.50	42.2	34.2	28.4	24.1	10.4	19.8	买入
002422	科伦药业	21.73	313	0.58	0.71	0.82	1.04	37.7	30.6	26.5	21.0	7.1	-	买入
000513	丽珠集团	47.00	441	1.83	2.12	2.50	3.01	25.7	22.2	18.8	15.6	11.7	19.9	买入
300558	贝达药业	107.00	442	1.47	1.16	1.57	2.05	72.9	92.2	68.2	52.2	9.4	-2.1	买入
600079	人福医药	32.92	538	0.70	0.97	1.35	1.68	46.8	33.9	24.4	19.6	8.3	0.9	买入
1177.HK	中国生物制药	8.37	1579	0.23	0.15	0.21	0.24	30.3	46.4	33.6	28.9	8.7	-0.5	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

# 原料药：印度疫情爆发，短期看中间体出口或将受影响

- **原料药板块四月表现良好。**4月1日至30日，申万原料药III指数上涨7.4%。剔除新发股及ST股后，原料药个股涨幅较大的有：键凯科技（+58.4%）、美诺华（+33.3%）、健友股份（+17.0%）；跌幅较大的有：天宇股份（-25.1%）、新诺威（-22.5%）、圣达生物（-15.1%）。
- **印度疫情：短期影响有限，长期或将加速产业转移。**2月底至今印度疫情爆发，对国内中间体出口企业产生部分负面影响，疫情的发展难以判断，如果印度疫情恢复较快，对国内中间体出口企业的影响将相对较小；如果印度疫情持续较长，将加速产业转移，国内企业有望借此机会进一步打入规范市场、提升话语权及影响力。
- **普洛药业公布21Q1季报：CDMO项目数增长超预期，制剂业务有望发力**
  - ✓ **整体业绩略超预期：**21Q1实现营收19.67亿元，同比增长15.63%；归母净利润2.17亿元，同比增长40.34%；扣非归母净利润1.90亿元，同比增长32.06%。整体业绩略超预期。
  - ✓ **CDMO业务：III期项目数增速超预期。**CDMO板块21Q1实现营收3.0亿元，同比增长66.7%。新报价项目较去年同期+53%，项目总数+74%，活跃项目+58%，人用药商业化项目+50%，兽用药商业化项目+33%，其他项目+25%。临床III期项目+89%，III期项目数增速超预期，为后续商业化项目的增长提供有力保障。
  - ✓ **API业务：稳健增长，印度疫情对中间体出口产生部分影响。**API板块21Q1实现营收14.2亿元，同比增长9.2%。2月底到3月，印度疫情反弹超过预期，达到高峰，对抗生素中间体业务造成一定影响；兽药市场猪瘟恢复，部分药品价格创新高。
  - ✓ **制剂业务：定位明确，新药、仿药双轮驱动。**制剂板块21Q1实现营收2.5亿元，同比增长18%。业务恢复正常，部分新项目需要到4月放量（如左氧中标后3月开始有发货，放量需到4月）。当前公司制剂板块体量较小，随着对制剂板块研发投入的加大、前期定位的明确，制剂板块有望超出此前市场预期。

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 21/4/30	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 20A	PEG 21E	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
000739	普洛药业	31.10	367	0.69	0.80	1.00	1.25	44.88	38.88	31.10	24.88	20.02	1.79	买入
300702	天宇股份	72.35	140	3.45	3.56	4.91	6.98	20.97	20.33	14.72	10.36	23.89	0.77	买入
600521	华海药业	21.72	316	0.64	0.85	1.06	1.32	34.0	25.4	20.5	16.5	15.34	0.93	无评级
603520	司太立	66.80	164	0.97	1.75	2.55	3.34	68.5	38.2	26.2	20.0	16.94	0.75	无评级
002332	仙琚制药	14.78	146	0.51	0.64	0.79	1.00	29.0	23.1	18.7	14.7	13.66	0.91	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：把握顺政策投资机会

- 中药板块四月表现平稳。4月1日至30日，申万中药III指数上涨5.8%。中药个股涨幅较大的有：华神科技（+43.5%）、健民集团（+38.7%）、金陵药业（+37.3%）、仁和药业（+37.0%）、陇神戎发（+24.6%）、西藏药业（+23.6%）、中新药业（+18.0%）、方盛制药（+17.5%）、葵花药业（+17.3%）、益佰制药（+15.8%）、片仔癀（+15.3%）、亚宝药业（+14.1%）、以岭药业（+13.2%）。
- 以岭药业公布21Q1季报：
  - ✓ 21Q1实现营业收入36.68亿元，同比增长57.20%，归母净利润6.75亿元，同比增长54.05%。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；连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 21/4/30	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 20A	PEG 21E	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
002603	以岭药业	28.05	338	1.01	1.42	1.68	1.90	27.70	19.80	16.72	14.74	14.45	0.85	买入
0570.HK	中国中药	4.44	224	0.33	0.40	0.46	0.49	11.20	9.25	7.96	7.47	9.59	0.64	买入
600436	片仔癀	339.31	2047	2.77	3.39	4.13	4.98	122.5	100.1	82.2	68.2	23.07	4.64	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

\*上调以岭药业盈利预测及评级

\*片仔癀盈利预测为wind一致预期

\*中国中药股价、总市值单位分别为：港元、亿港元

# 医疗器械：4月反弹，把握低估值，业绩确定性强的标的

■ 医疗器械板块4月1日-30日上涨19.28%，表现好于医药生物板块（上涨12.46%），2021年PE34.7倍（剔除负值），主要是业绩优异的标的以及前期回调较大的龙头领涨。

■ 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：迈瑞医疗疫情相关监护仪呼吸机订单持续，未来几年业绩确定性强，估值在医药龙头公司中相对较低，推荐买入。

虽然疫情得到有效控制，但常规核酸检测量大，此外海外抗原和抗体检测需求旺盛，出口订单持续，估计延续全年。推荐买入核酸检测相关标的迪安诊断等。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。

表：器械板块重点公司估值表

代码	公司简称	股价 210430	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
300760	迈瑞医疗	466.35	5669	5.48	6.65	8.12	9.95	85.2	70.2	57.5	46.9	31.2	3.2	买入
300003	乐普医疗	32.09	579	1.00	1.29	1.57	2.01	32.1	24.9	20.5	15.9	16.3	0.9	买入
1302.HK	先健科技	4.19	194	0.05	0.05	0.06	0.07	89.7	83.8	69.8	59.9	-0.6	5.8	买入
300244	迪安诊断	39.00	242	1.29	1.96	2.07	2.37	30.1	19.9	18.8	16.4	17.0	0.9	买入
710	贝瑞基因	29.67	105	0.59	0.28	0.34	0.41	49.9	105.2	87.7	72.6	4.9	-	买入
300639	凯普生物	39.89	94	1.54	1.36	1.36	2.80	25.9	29.3	29.3	14.3	20.3	1.3	买入
300463	迈克生物	47.54	265	1.43	1.75	2.15	2.67	33.3	27.2	22.1	17.8	22.5	1.2	买入
300676	华大基因	129.23	11	5.05	3.47	2.21	2.66	25.6	37.2	58.5	48.6	40.1	-	买入
2223	鱼跃医疗	31.80	319	1.75	1.27	1.47	1.80	18.1	25.0	21.6	17.6	24.1	27.4	买入
300642	透景生命	67.81	105	1.32	2.53	3.21	4.18	51.2	26.8	21.1	16.2	8.1	0.6	买入
300482	万孚生物	101.43	347	1.85	2.46	3.11	4.04	54.8	41.2	32.7	25.1	23.3	1.4	无
300633	开立医疗	30.13	122	(0.11)	0.55	0.71	0.95	(263.0)	55.2	42.2	31.7	-6.6	-	无
603658	安图生物	122.18	551	1.66	2.63	3.43	4.41	73.7	46.5	35.6	27.7	15.0	1.2	无
603882	金域医学	144.27	667	3.26	3.13	2.98	3.48	44.2	46.0	48.4	41.4	48.1	21.1	无

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

# 主要血制品批签发大幅下滑，国产白蛋白占比提升

血制品批签发在21Q1出现显著下滑，行业供需呈现紧平衡的态势。

表：2019~2021Q1血制品批签发（千标准瓶）

	2019A	2020A	同比增速	2020Q1	2021Q1	同比增速	2020M3	2021M3	同比增速
白蛋白	53,210	60,541	13.8%	16,119	10,368	-35.7%	4,564	3,159	-30.8%
其中：进口白蛋白	31,951	39,203	22.7%	10,687	5,990	-43.9%	2,833	1,637	-42.2%
国产白蛋白	21,259	21,338	0.4%	5,432	4,378	-19.4%	1,731	1,523	-12.0%
国产白蛋白占比	40.0%	35.2%	/	33.7%	42.2%	/	37.9%	48.2%	/
静丙	12,025	13,319	10.8%	4,715	2,408	-48.9%	1,508	698	-53.7%
肌免	2,478	3,773	52.3%	1,096	609	-44.5%	259	245	-5.3%
狂免	12,397	11,856	-4.4%	2,471	2,680	8.5%	443	579	30.7%
乙免	1,662	1,769	6.4%	274	337	23.2%	57	93	61.5%
破免	6,329	6,017	-4.9%	1,621	1,385	-14.6%	413	279	-32.4%
VIII因子	1,709	2,012	17.7%	602	304	-49.4%	203	113	-44.3%
PCC	984	1,584	61.0%	360	192	-46.7%	126	70	-44.9%
纤原	871	1,387	59.2%	275	235	-14.8%	85	54	-36.6%

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	2020Q1	2021Q1	同比增速	2020M3	2021M3	同比增速
天坛生物	4,320	4,433	2.6%	1,105	1,290	16.7%	278	400	43.9%
泰邦生物	3,837	3,087	-19.5%	845	126	-85.1%	254	42	-83.4%
华兰生物	2,450	2,574	5.1%	626	331	-47.1%	106	242	127.6%
上海莱士	2,645	3,153	19.2%	813	592	-27.2%	310	96	-68.9%
博雅生物	859	866	0.8%	229	252	9.7%	106	95	-11.0%
派林生物	1,994.7	1,694.0	-15.1%	403	514	27.6%	227	247	9.1%
卫光生物	1,035	1,193	15.2%	347	90	-74.0%	108	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

表：主要血制品企业静丙批签发（千标准瓶）

	2019A	2020A	同比增速	2020Q1	2021Q1	同比增速	2020M3	2021M3	同比增速
天坛生物	2,942	3,191	8.5%	880	783	-11.1%	271	222	-18.1%
泰邦生物	1,877	1,712	-8.8%	743	150	-79.8%	347	46	-86.6%
华兰生物	1,448	1,361	-5.9%	548	114	-79.1%	298	55	-81.5%
上海莱士	1,482	2,281	54.0%	867	172	-80.1%	241	12	-94.9%
博雅生物	578	648	12.1%	276	153	-44.7%	63	51	-19.7%
派林生物	953.2	1,110.5	16.5%	383	341	-11.1%	103	105	2.4%
卫光生物	581	777	33.7%	222	61	-72.3%	31	61	95.2%

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：重磅品种增长强劲

表4：主要疫苗品种批签发（千人份）

	2019A	2020A	同比增速	2020Q1	2021Q1	同比增速	2020M3	2021M3	同比增速
13价肺炎结合苗	1,189	2,722	129.0%	332	1,234	271.3%	214	330	54.6%
23价肺炎多糖苗	9,470	17,393	83.7%	1,491	4,179	180.4%	948	1,465	54.5%
9价HPV	1,107	1,687	52.4%	138	401	191.0%	0	239	/
4价HPV	1,848	2,406	30.2%	375	553	47.5%	0	151	/
2价HPV	669	1,049	56.7%	0	495	/	0	211	/
AC+Hib三联苗	2,140	/	/	/	/	/	/	/	/
百白破+Hib四联苗	1,193	1,391	16.6%	387	338	-12.9%	234	0	-100.0%
百白破+IPV+Hib五联苗	1,149	1,576	37.2%	262	200	-23.6%	113	0	-100.0%
Hib疫苗	2,418	3,715	53.6%	708	781	10.4%	199	478	140.8%
AC结合苗	3,957	3,717	-6.1%	1,368	1,218	-11.0%	760	151	-80.1%
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	1,526	/	0	0	/
鼻喷流感疫苗		1,567	/	/	/	/	/	/	/
狂犬疫苗	13,783	17,547	27.3%	2,587	3,214	24.2%	1,268	1,005	-20.8%
水痘疫苗	21,025	27,584	31.2%	3,625	7,445	105.4%	1,958	2,589	32.2%
EV71疫苗	9,425	7,757	-17.7%	1,799	3,095	72.0%	1,047	827	-21.0%
五价轮状病毒疫苗	1,566	1,331	-15.0%	390	338	-13.3%	0	169	/
带状疱疹疫苗		825	/	/	296	/	/	0	/

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

- **血制品供需紧平衡，关注采浆量的长期成长性。**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。血制品批签发在21Q1出现显著下滑，行业供需呈现紧平衡的态势；我们预计十四五期间全行业采浆量以个位数增长，关注采浆量成长性优秀的公司，推荐天坛生物。
- **新冠疫苗业绩集中释放，关注研发进度领先、商业化能力强的龙头。**随着国内外大力推动新冠疫苗的大范围接种，新冠疫苗呈现明显的供不应求的局面。虽然目前新冠疫苗多以政府采购的模式，采用成本加成的订价策略，面对史无前例的疫苗需求，领先获批上市且能规模化生产的企业仍能取得巨大的利润弹性。建议关注重组蛋白疫苗获批紧急使用的智飞生物，以及获得BioNTech疫苗在中国区权益的复星医药。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价 210430	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
000661	长春高新	497.60	2,014	7.53	10.16	12.72	15.32	66.1	49.0	39.1	32.5	31.0%	1.8	买入
002007	华兰生物	42.08	768	0.88	1.05	1.27	1.48	47.6	40.1	33.3	28.4	21.0%	2.1	买入
600161	天坛生物	36.08	495	0.47	0.55	0.70	0.89	77.5	66.1	51.6	40.6	14.8%	2.7	买入
300122	智飞生物	225.45	3,607	2.06	3.26	4.20	4.94	109.3	69.2	53.7	45.6	47.5%	2.0	增持
300601	康泰生物	180.70	1,240	0.99	1.85	3.00	3.81	182.6	97.8	60.2	47.5	12.1%	1.7	增持
600867	通化东宝	13.25	270	0.46	0.54	0.65	0.77	29.0	24.3	20.3	17.3	18.1%	1.3	买入
603087	甘李药业	134.70	756	2.19	2.53	2.86	3.29	61.5	53.3	47.2	40.9	16.7%	3.7	无
1530.hk	三生制药	7.36	188	0.33	0.58	0.69	0.80	18.8	10.6	8.9	7.7	10.5%	0.3	买入

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理、预测

# CXO: Q1业绩高增长, 行业景气度持续

- 部分龙头公司2021年一季报业绩亮眼, 低基数、高景气度下实现较高增速。月内CXO龙头公司仍处于震荡回升走势, 一季度业绩普遍增速较高, 主要由于去年疫情影响带来的低基数及行业需求保持较高景气度。
- ✓ 药明康德: 2020年全年营收165.35亿元(+28.46%), 经调整Non-IFRS归母净利润达到35.65亿元(+48.10%)。疫情下整体保持了高速增长趋势, 受益于产能利用率较高、收入结构调整等因素, 经调整利润率显著提升。21Q1营收49.5亿元(+55.3%), 经调整净利润9.43亿元(+63.6%), 收入保持逐季提升态势, CDMO业务实现翻倍增长。公司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一体化平台协同效应, 保持稳健增长态势。
- ✓ 泰格医药: 2020年实现营收31.92亿元(+13.88%), 扣非归母净利润7.08亿元(+26.89%)。全年非经常性损益影响为10.42亿元, 主要由于处置长期股权投资、公允价值变动等收益较高。21Q1实现收入9.02亿元(+38.74%), 扣非后归母净利润2.29亿元(+98.37%)。此前受疫情影响较大的临床CRO业务持续恢复, 全年有望实现较高增长。
- ✓ 康龙化成: 2020年及21Q1收入分别增长36.6%、55.3%, 扣非业绩分别增长58.5%、95.8%, 均保持强劲增长态势, 主要受益于订单需求旺盛、产能利用率提升, 带来盈利能力的持续提升。一体化平台布局持续推进, 新业务能力边界持续拓展。

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 20A	PEG 21E	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
300347	泰格医药	156.51	1366	2.01	2.04	2.68	3.35	78.0	76.7	58.4	46.7	19.9	317.7	买入
609325	药明康德	158.75	3890	1.21	1.59	2.14	2.82	131.4	99.8	74.2	56.3	10.7	-16.8	买入
300759	康龙化成	162.19	1288	1.48	1.81	2.44	3.26	109.9	89.4	66.4	49.8	7.0	3.9	买入
688222	成都先导	24.50	98	0.16	0.23	0.40	0.48	153.3	104.5	61.4	50.6	23.5	6.0	增持
1873.HK	维亚生物	6.70	129	-0.20	0.26	0.34	0.43	-33.3	25.6	19.8	15.5	15.0	-0.1	买入
300725	药石科技	144.00	288	0.92	1.43	2.05	2.77	156.1	100.9	70.4	51.9	20.5	1.8	买入
002821	凯莱英	328.90	798	2.98	4.05	5.50	7.34	110.5	81.2	59.8	44.8	18.2	26.8	买入
603456	九洲药业	43.26	360	0.46	0.72	0.96	1.24	94.5	59.7	45.1	34.9	8.3	1.0	无评级
300363	博腾股份	55.36	300	0.60	0.81	1.11	1.48	92.6	68.2	50.1	37.3	6.1	1.9	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：板块收复失地，Q1业绩靓丽

- **专科服务龙头表现优异，优质赛道值得长期配置。**各龙头公司4月表现优异，大幅收复失地，爱尔眼科上涨26%，通策医疗上涨25%，锦欣生殖上涨20%，板块依旧维持高景气度。从基本面来看，各龙头2020年及2021Q1业绩表现符合或超过市场预期，龙头的品牌地位、技术实力、资金储备和运营管理等优势明显，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：**2020年扣非归母净利润为21.31亿，同比增长49.1%，21Q1归母净利润为4.84亿（+509.9%）。公司发布36.5亿元的定增预案，将用于打造七家区域性眼科中心，新十年“二次创业”稳步推进。屈光业务中全飞秒、ICL等高端手术占比进一步提高；视光业务维持高景气度，加快建设视光中心；白内障业务进入消费转型期，呈现复明性向屈光性升级的态势。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）。业绩稳健高速增长，彰显龙头本色。
- ✓ **通策医疗：**2020年归母净利润为4.93亿（+5.69%），2021Q1归母净利润为1.64亿（+963%）。公司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，2021年底浙江省内开业医院数量已达33家，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：**2020年纯利为2.61亿（-38.1%），经调整纯利3.72亿（-29.8%）。美国HRC和深圳医院受疫情影响，无法对海外客户开展业务。成都西囡医院增长稳健，VIP业务成为亮点；深圳中山进行内部优化，强劲修复；老挝锦瑞正进行开关前准备，预计今年明年开始投入运营；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业绩不确定性将逐步出清，今年或可落地一个并购项目助力公司全国版图扩张。

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 2021/04/30	总市值 亿元/亿港元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
300015	爱尔眼科	74.48	3,070	0.42	0.58	0.77	0.99	176.0	128.4	96.7	75.2	17.5%	3.9	买入
600763	通策医疗	313.20	1,004	1.54	2.28	3.03	3.97	203.4	137.3	103.5	79.0	22.9%	3.7	无评级
1951.HK	锦欣生殖	20.00	502	0.10	0.14	0.21	0.27	199.3	140.4	93.9	75.2	3.5%	3.7	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：关注科技创新和低估值标的

- **持续关注次一线龙头轮动机会。**次一线龙头出现轮动，前期涨幅相对较少的标的有较好的收益风险比，4月至今威高股份涨幅23%，先健科技涨幅22%，金斯瑞生物科技涨幅36%。建议把握核心资产，同时关注增长确定性强、估值低的标的。
- ✓ **中国生物制药：**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、重组VIII因子等大品种获批上市，驱动业绩改善。收购科兴中维拓展疫苗业务，新冠疫苗将提升公司业绩弹性。公司在手现金充沛，将围绕核心领域积极进行对外合作。
- ✓ **先健科技：**2020年实现归母净利润2.16亿（+67.3%），其中包含投资公允价值变动和汇兑损益以及以股份为基础的付款开支。将所有特殊项目扣除后，经营层面净利润为1.83亿，符合预期。外周血管病中主动脉覆膜支架同比增长17.3%，新一代腹主动脉支架Yuranos预计于今年底在国内上市；弓部覆膜支架（烟囱技术）完成所有患者入组。左心耳封堵器在美国获批由研究者发起的临床；并且公布了心脏瓣膜的详细布局，TAVR和TMVR预计今明两年进入FIM临床。公司完成股份奖励计划和新一批股权激励的授予，将很好实现与核心人员的利益绑定。
- ✓ **威高股份：**2020年实现归母净利润20.30亿元（+9.7%），业绩符合预期。管理层顺利交接，新管理层均拥有10年以上相关领域如销售、生产、管理、融资等方面的经验，整体偏年轻化，将带领威高进入新发展阶段。预灌封产能逐步释放，未来5年收入高速增长、确定性强；骨科龙头地位显著，业绩成长略优于同业，并已成功于科创板IPO；介入板块收入略下滑，税前溢利已转正，爱琅收购价值开始显现。后续将新布局泌尿外科、围手术期、数字化医疗等领域，拓宽业务边界，打开长期成长天花板。
- ✓ **远大医药：**2020年实现归母净利润17.93亿港元（+55.8%），扣除公允价值变动损益后为15.24亿港元（+32.5%），业绩超预期。瑞珠滴眼液延续高增长势头，在电商及药房渠道的大力拓展；心脑血管急救药需求刚性，后续增长确定性强，产品集采风险可控。冠脉药球Restore于2019年获批，上市一年多时间放量迅速，累积销售过亿。另一重磅产品钇90树脂微球获准免临床申报，预计2021年底至2022年初获批上市。
- ✓ **金斯瑞生物科技：**2020Q4向FDA提交LCAR-B38M上市申请，处于优先审批通道，2021年内有望获批，预计2021H1向欧盟、2021H2向中国和日本提交上市申请，欧盟和中国有望2022年实现商业化。

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
		2021/04/30	亿元/亿港元	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
1177.HK	中国生物制药	8.37	1,579	0.15	0.17	0.21	0.24	57.0	48.5	40.4	34.7	16.5%	2.7	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	14.30	279	-0.05	-0.10	-0.12	-0.13	-	-	-	-	-	-	买入
1302.HK	先健科技	4.19	194	0.05	0.05	0.06	0.07	89.7	84.0	68.5	56.0	9.2%	4.9	买入
1066.HK	威高股份	17.42	788	0.45	0.56	0.68	0.82	38.8	31.3	25.5	21.4	11.6%	1.4	买入
0512.HK	远大医药	6.52	231	0.51	0.45	0.55	0.67	12.9	14.4	11.8	9.7	15.9%	1.4	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

# 药明康德：业绩稳健增长，一体化平台协同性增强 (2020年报点评)

## ■ 业绩符合预期，疫情无碍主营业务高速增长

药明康德2020年全年营收165.35亿元(+28.46%)，归母净利润29.60亿元(+59.62%)，扣非归母净利润23.85亿元(+24.60%)，经调整Non-IFRS归母净利润达到35.65亿元(+48.10%)。Q4单季度营收47.21亿元(+31.36%)，单季度经调整净利润10.89亿元(+93.1%)。业绩符合预期，疫情下整体保持了高速增长趋势，受益于产能利用率较高、收入结构调整等因素，经调整利润率显著提升。

## ■ 中国区实验室与CDMO增长强劲，临床CRO在手订单充足

2020年公司中国区实验室业务收入85.46亿(+32.0%)，CDMO收入52.82亿(+40.8%)，疫情影响下海外订单持续增加，国内需求景气度仍然较高，漏斗效应下早期项目持续向后期和商业化阶段滚动。美国区实验室收入15.17亿元(-3.0%)，主要受疫情影响导致部分项目延期；临床及其他CRO收入11.69亿元(+10.0%)，收入及毛利率均受到疫情部分影响，但在手订单保持高速增长，2021年有望持续恢复。

## ■ 一体化平台协同性增强，新业务布局逐步进入收获期

公司一体化平台协同性持续体现，新增客户数量超过1300家，使用多部门业务的客户贡献收入143.52%(+27.6%)，占总收入的86.8%。新业务布局逐步进入收获期：一体化药物发现平台(HitS)已赋能超过500家全球客户；CDMO完成第一个从原料药、片剂、包装的一体化商业化项目；寡核苷酸公斤级生产车间、大规模多肽原料药生产车间投入运营；美国区实验室推出腺相关病毒一体化悬浮培养平台、CAR-T细胞治疗一体化封闭式生产平台，全年为36个临床阶段细胞和基因治疗项目提供服务。

## ■ 投资建议：业绩稳健增长，平台协同性强，维持“买入”评级

■ 公司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一体化平台协同效应，保持稳健增长态势。上调盈利预测，预计2021~2023年归母净利润为38.98/52.45/69.24亿元，对应当前股价PE为90/67/51X，维持“买入”评级。



# 泰格医药：业绩符合预期，国际化布局稳步推进 (2020年报点评)

## ■ 主营业务稳健增长，非经常性损益贡献较大

泰格医药2020年实现营收31.92亿元(+13.88%)，归母净利润17.50亿元(+107.90%)，扣非归母净利润7.08亿元(+26.89%)。均接近此前业绩预告中间值，业绩符合预期。Q4单季度营收8.92亿元(+15.47%)，单季度归母净利润4.32亿元(+37.72%)，单季度扣非归母净利润2.11亿元(+75.51%)。全年非经常性损益影响为10.42亿元，主要由于处置长期股权投资、公允价值变动等收益较高。

## ■ 各项业务下半年持续恢复，在手订单增速较高

临床试验技术服务实现收入15.19亿元(+12.81%)，毛利率50.1%(+6.3pp)，主要受北京雅信诚和上海谋思并表、过手费下降、高毛利业务占比提高等影响；临床试验相关服务及实验室服务收入16.57亿元(+14.56%)，毛利率44.6%(-4.1pp)，主要由于实验室服务和SMO受疫情影响，产能利用率降低影响。新增和在手订单均保持较高增速，新增合同金额55.36亿元(+30.9%)，累计待执行合同金额72.60亿元(+44.9%)，后续成长有较强保障。

## ■ 国际化布局稳步推进，投资收益可持续性较强

公司近年来加快国际化布局，目前已开展20余个国际多中心临床试验项目(MRCT)，海外运行和实施临床试验项目超90个。韩国子公司DreamCIS于2020年5月挂牌上市，将成为亚太区布局的重要节点。公司全年投资额23.04亿元(+219%)实现投资收益2.84亿元(+57.8%)，公允价值变动损益11.38亿元(+533%)，主要投资领域为创新药及医疗器械等优质赛道的非上市公司及产业投资基金，投资收益具有较强的可持续性。

## ■ 投资建议：主营业务发展势头良好，维持“买入”评级

公司作为临床CRO龙头，在上半年受到疫情影响较大的情况下保持了稳健增长，预计2021年收入增速和毛利率有望进一步提升。维持此前盈利预测，预计2021~2023年归母净利润为17.77/23.39/29.22亿元，对应当前股价PE为71/54/43X，维持“买入”评级。

# 乐普医疗：Q1业绩超预期，创新产品支撑成长（2020年报及2021一季报点评）

## ■ 2020全年业绩符合预期，2021Q1业绩超预期

公司2020年收入80.39亿（+3.12%），归母净利润18.02亿（+4.44%），扣非归母净利润14.13亿（+13.87%）。其中Q4单季度营收16.52亿（-13.79%），扣非归母净利润-1.84亿（-108.57%）。全年业绩符合预期，受集采影响Q4单季度收入端出现下降，利润端亏损。2021年Q1实现营收27.49亿元（+64.96%），归母净利润7.26亿元（+89.17%），扣非归母净利润6.83亿元（+81.76%）。一方面受疫情导致的低基数影响，另一方面介入无植入器械、新冠诊断试剂均取得大幅增长。

## ■ 疫情与集采对20年支架业务影响较大，Q1介入无植入器械放量

2020年公司器械板块收入34.00亿元（-1.05%），其中金属支架收入8.45亿元（-38.5%），主要由于疫情影响手术量及支架集采预期下Q4销量下降。21Q1随着支架集采落地，介入无植入产品收入1.32亿元（+1400%），较20Q4环比增长320%，其收入贡献占冠脉产品总收入的62.6%。2020年新冠试剂、家用器械等疫情相关产品销量大幅增长，21Q1受海外疫情影响，新冠相关诊断试剂订单需求旺盛，实现收入6.07亿元，预计Q2订单量仍较为饱满。2020年药品板块收入34.12亿元（-11.35%），预计主要受到集采影响所致。

## ■ 持续加大研发投入，心血管平台性龙头厚积薄发

公司2020年研发投入8.06亿元（+27.7%），占营业收入比率为10.0%（+1.93pp），重点布局“介入无植入”升级产品、结构性心脏病与瓣膜类创新器械、AI人工智能医疗器械等领域。公司在心血管领域的平台性优势有望持续体现，驱动公司业绩长期稳健成长。

## ■ 投资建议：研发布局厚积薄发，创新产品支撑成长，维持“买入”。

■ 支架与药品集采利空出清，“介入无植入”产品组合放量可期，持续加大研发投入，创新器械管线有望打开成长空间。预计2021~2023年公司实现归母净利润23.25/28.89/36.32亿元（此前2021~2022年预测为23.20/29.61亿元），同比增长29.0%/24.3%/25.7%，对应当前股价PE为25/20/16X，维持“买入”评级。

# 人福医药：麻醉药稳健增长，高壁垒赛道强者恒强 (2020年报及2021一季报点评)

## ■ 业绩稳健增长，合并范围变化影响收入端增速

人福医药2020年实现营收203.69亿元（-6.59%），归母净利润11.49亿元（+36.32%），扣非归母净利润7.62亿元（+41.66%）。其中四季度单季度营收55.23亿元（-3.15%），单季度扣非归母净利润1.53亿元（+393.96%）。收入端下降主要受到出售四川人福、乐福思集团等股权导致合并范围变化影响。但受益于产品结构调整、期间费用率下降、减税降费等因素，公司利润端稳健增长。2021年Q1公司实现营收46.70亿元（+2.09%），归母净利润3.01亿元（+120.22%），扣非归母净利润2.72亿元（+97.61%）。利润端去年同期受疫情影响基数较低，加之宜昌人福持股比例从67%提升至80%，利于增厚公司业绩。

## ■ 宜昌人福延续高增长，麻醉药非手术推广顺利

核心子公司宜昌人福2020年实现收入48.16亿元（+20%），实现净利润15.77亿元（+43%），符合预期，其麻醉药品收入约42亿元（+16%），其中非手术科室收入约8亿元（+35%），核心品种瑞芬太尼、舒芬太尼销售量增速分别为21%和5%。葛店人福收入约6.58亿元（+9%），净利润1.04亿元（+27%）；新疆维药收入5.89亿元（+11%），实现净利润0.90亿（+47%）。商业板块受疫情影响增速有所放缓。

## ■ 高壁垒赛道龙头，归核化持续推进

麻醉药品壁垒极高，核心品种需求刚性、增长稳健。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。公司严格落实“归核聚焦”战略，2020年先后出售乐福思集团、四川人福等股权，累计收回股权转让款约19亿元，实现投资收益约2.45亿元，21Q1资产负债率已下降到56%，有息负债规模有所降低

## ■ 投资建议：业绩稳健增长，麻药龙头强者恒强。维持“买入”评级。

随着归核化战略的推进，对宜昌人福持股比例的提升，公司经营效率和资本结构有望持续改善，业绩重回稳健增长轨道。预计2020~2022年归母净利润达到15.91/22.04/27.43亿元，对应当前股价PE为34/24/20X，维持“买入”评级。

# 爱尔眼科2020年年报暨2021年一季报点评：扣非业绩超预期，“二次创业”稳步推进

## ● 2020年扣非业绩超预期，2021Q1稳健增长

2020年实现营收119.12亿（+19.2%），归母净利润17.24亿（+25.0%），扣非归母净利润21.31亿（+49.1%），下半年业绩在后疫情时代快速修复，前期受抑制的患者刚性需求逐步释放。扣非后归母净利润超预期增长，主要是受到公允价值变动、商誉减值和大额捐赠支出影响。2021Q1延续强势增长趋势，实现营收4.84亿（+113.9%），归母净利润为4.84亿（+509.9%）。

## ● 毛利率和净利率双双提升，销售及管理费用显著下降

2020年销售毛利率51.0%（1.7pp），主要得益于高毛利的屈光和视光业务收入占比上升，且“其他项目”毛利率大幅提升所致。销售费用率9.0%（-1.5pp），管理费用率13.3%（-1.2pp），主要是由于上半年疫情使得员工差旅和市场推广活动减少。财务费用率0.8%，基本稳定。

## ● 屈光及视光业务强劲增长，白内障业务逐步转型

2020年公司门诊量755万人次（+13.89%），手术量69.5万例（+14.19%），形成了量价齐升的局面。屈光、视光、白内障业务营收分别为43.49亿元（+23.17%）、24.54亿元（+27.15%）和19.61亿元（+11.41%）。屈光业务中全飞秒、ICL等高端手术占比进一步提高，并且加大对各地、县级医院屈光科室的建设投入，更好地满足了低线城市患者的手术需求。视光业务维持高景气度，加快建设视光中心；白内障业务进入消费转型期，呈现复明性向屈光性升级的态势。

## ● 风险提示：新冠疫情影响、并购整合进度不达预期、医疗事故风险等

## ● 投资建议：略上调盈利预测，维持“买入”评级

公司是国内眼科领域的龙头公司，通过连锁复制模式迅速扩张，内生+外延共同支持业绩增长。新冠疫情下业绩恢复强劲，彰显龙头本色，品牌形象进一步加强；推出新一期定增计划，新十年“二次创业”稳步推进。我们略上调盈利预测，2021-2023年净利润23.91/31.54/40.78（2021-22年原为23.40/31.08）亿，同比增速38.7%/31.9%/29.3%，当前股价对应PE为128/97/75x，维持“买入”评级。

# 威高股份2020年年报点评：业绩符合预期，管理层顺利交接

## ● 2020年业绩符合预期，疫情下稳健成长

2020年实现营收113.45亿元（+9.3%），归母净利润20.30亿元（+9.7%），业绩符合预期。其中2020H2营收61.54亿元（+15.7%），归母净利润10.60亿元（+16.8%），在上半年受到较大疫情影响情况下全年仍然实现了稳健增长。毛利率下降至56.9%，主要是由于低毛利的防疫产品收入占比提升，同时部分低耗产品受到集采降价的负面影响。各项费用率均有不同程度的下降，销售净利率维持在18.9%。

## ● 管理层顺利交接，引领公司进入新发展阶段

原行政总裁龙经就任新一届公司主席，临床护理事业部负责人丛日楠就任行政总裁，且有三位非执行董事履行。新的管理层均拥有10年以上相关领域如销售、生产、管理、融资等方面的经验，且整体偏年轻化，新管理层将带领威高进入新发展阶段。

## ● 各业务线稳步推进亮点明晰，新布局业务拓宽边界协同发展

一次性输注耗材收入持平，部分低耗受益于疫情，共实现营收42.67亿；预灌封产能逐步释放，未来5年收入高速增长、确定性强；骨科龙头地位显著，业绩成长略优于同业，后续管线丰富，并已成功于科创板IPO；介入板块收入略下滑，税前溢利已转正，爱琅的收购价值逐步开始显现。公司后续将新布局泌尿外科、围手术期、数字化医疗等领域，拓宽业务边界，打开长期成长天花板。

## ● 风险提示：带量采购产品大幅降价风险、预灌封注射器产能和订单量增长不及预期、海外新冠疫情扩散对于爱琅医疗业绩产生负面影响

## ● 投资建议：略下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑集采风险及可能的疫情影响，下调盈利预测，预计2021-23年归母净利润25.2/30.9/36.9亿（原为26.4/32.8），同比增速24.1/22.5/19.4%，当前股价对应PE=23/19/16x。威高已凭借一次性输注耗材的行业地位跨科室进入各级医院，建立了品牌形象、质量管理、规模效应的壁垒，看好威高股份的持续成长性和龙头地位，一年期目标价18.91~21.35港币，具24~40%溢价空间，维持“买入”评级。

# 凯普生物：实验室快速发展，新冠检测持续（2020年报点评）

## ■ 业绩高速增长，超出预期

2020年营收13.54亿元（+85.70%），归母净利润3.63亿元（+146.22%），扣非归母净利润3.53亿元（+160.87%）。

## ■ 常规业务下半年恢复增长，实验室检测服务高速增长

常规业务上半年受疫情影响，但下半年逐渐恢复，自产产品实现销售收入6.74亿元（+6.45%）；医学检验服务实现收入5.52亿元（+560.00%），毛利率67.78%（+24.41pp）大幅提升。新冠检测试剂获得欧盟和多国认证，预计将继续贡献一定收入。销售毛利率73.37%（-7.22pp）下滑，由于产品结构中其他试剂增速较快，且检验实验室业务收入占比提升。销售费用率23.12%（-12.59pp），管理费用率9.79%（-6.77pp），财务费用率-0.21%（-0.27pp）；研发费用率5.79%（-2.59pp）。期间费用率合计37.99%（-22.21pp）。

## ■ 研发投入加大，在研管线丰富

公司以妇幼健康领域为主轴，围绕核酸病原体检测、遗传病检测、肿瘤及个体化用药指导检测，开发相关产品。除了公司核心专利导流杂交技术和荧光PCR技术，还新增质谱检测、数字PCR检测、高通量测序等技术，不断推出新的产品。累计取得29个国内医疗器械注册证（其中三类22个）、46个国内医疗器械备案证，专利证书44项。

## ■ 风险提示：技术研发风险，新产品推广风险、市场竞争风险等。

## ■ 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

预计常规检测试剂耳聋、地贫、STD等分别借助300家耳聋中心、地贫筛查项目以及重点医院学术合作，恢复高速增长，第三方检验服务继续高速增长，新冠核酸检测持续贡献收入，上调21-22年、新增23年预测，预计2021-2023年归母净利润4.37/5.24/6.58亿元（原2.49/3.33亿元），增速20%/20%/25%，当前股价对应PE为18/15/12X，按照2022年20-25X，上调一年期合理估值至44.60-55.75元（原34.50~40.25元），维持“买入”评级。

# 迪安诊断：实验室进入利润释放期，自产和特检快速提升（2020年报点评）

## ■ 2020年收入增长稳健，利润高速增长

2020年营收106.49亿元（+25.98%），归母净利润8.03亿元（+131.20%）。商誉减值4.46亿元，剔除商誉影响后净利润12.5亿元，同口径下增长138%。

## ■ 实验室扭亏加快，特检比例提升，现金流充裕

诊断服务50.82亿元（+61.99%）；渠道产品56.56亿（+5.61%），自产产品3.76亿元（+214.54%）。38家实验室2020年有13家扭亏，累计34家盈利，预计余下5家2021年有望扭亏，实验室利润率将持续提升。毛利率38.22%（+6.07pp），分业务来看，代理产品毛利率下滑1.53pp至25.06%，但随着自产产品比例提升，产品业务毛利将改善。诊断服务毛利率提升8.88pp至48.95%，受益于特检比例提升。销售费用率9.07%（-0.07pp），管理费用率7.19%（-0.70pp），财务费用率1.84%（-0.63pp）；研发费用率3.00%（+0.51pp）。期间费用率合计21.10%（-0.77pp）。现金流/净利润达到1.93，资金充裕。

## ■ 研产销检一体两翼，研发持续投入，自产产品高速增长

特检收入超过10亿元（+200%），受益于精准医学中心，占ICL比例约35%（不含新冠）。新增5家省外精准医学中心，累计20家，已有7家盈利。子公司凯莱谱、迪谱、迪安生物等聚焦核酸质谱、液相质谱、病理、分子诊断等方向，围绕肿瘤、慢病、感染、妇幼四大领域，年内新开发项目116项，新增2个三类、4个二类、16个一类证书，新增3个CE认证，后续自产试剂将借助渠道快速放量。

## ■ 风险提示：IVD降价、新产品开发和推广不及预期，商誉减值风险等。

## ■ 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

上调21-22年、新增23年盈利预测，预计2021-2023年归母净利润为12.18/12.86/14.72亿元（原9.90/9.09亿元），三年CAGR22%，当前股价对应PE17/16/14X。公司作为第三方独立医学实验室龙头企业，实验室扭亏，迎来利润释放期，现金流改善明显。布局质谱和分子诊断等领域，持续研发，自产产品借助渠道优势放量，特检依托精准医学中心占比均迅速提升，维持前期合理估值51.1-58.4元，对应2023年PE22-25X，维持“买入”评级。

# 金斯瑞生物科技：收入高速增长，细胞治疗即将上市 (2020年报点评)

## ■ 传统业务收入超预期，毛利率平稳

2020年实现营收3.91亿美元(+42.9%)，毛利2.51亿美元(+41.9%)，净利润-2.81亿美元，经调整纯利-1.69亿美元。公司传统业务实现收入3.15亿美元(+45.9%)，毛利1.80亿美元(+46.6%)，净利润2210万美元(+42.6%)；细胞治疗实现收入7568万美元(+31.9%)，毛利与收入相同，亏损3.04亿美元，经调整后亏损2.13亿美元。2020年毛利率维持在65.5%(-0.48pp)。销售费用率27.5%(+1.7pp)，管理费用率(不含研发)23.1%(+2.9pp)，财务费用率1.4%(+1.1pp)，研发费用率67.4%(-0.7pp)，其中细胞治疗的研发费用2.32亿美元。

## ■ 生命科学CRO表现优异，CDMO收入和订单均高增长，细胞疗法预计年内美国获批上市

2020年生命科学服务及产品收入3.15亿美元(+45.9%)，毛利率66.2%(+1.29pp)，主要是新冠疫情相关产品增速高。生物制剂研发服务收入4040万美元(+80.1%)，项目数和在手订单快速增长。工业合成生物产品收入2891万美元(+25.1%)，毛利率29.8%(+6.7pct)提升明显。2020Q4向FDA提交细胞治疗产品LCAR-B38M上市申请，处于优先审批通道，提交后3-6个月可获得结果，2021年内有望获批，届时将成为全球第二款针对BCMA靶点的CART疗法，预计2021H1向欧盟、2021H2向中国和日本提交上市申请，欧盟和中国有望2022年实现商业化。此外，针对急性髓细胞白血病、淋巴瘤、胃癌、卵巢癌、传染病的产品也在积极研发中。其中，用于T细胞淋巴瘤治疗的LB1901已于2020年12月获FDA批准IND，预计今年美国启动临床一期。

## ■ 风险提示：国内外临床进展、产品获批、销售不达预期的风险。

## ■ 投资建议：看好细胞治疗创新平台发展前景，维持“买入”评级

暂不考虑细胞治疗销售收入，传统业务收入增速超预期，上调21-22年、新增23年收入预测，2021-2023年营收为4.90/6.30/8.35亿美元(原4.32/5.22亿美元)，增速25/29/33%，归母净利润为-2.25/-2.45/-2.59亿美元(原-2.00/-1.79)，EPS为-0.12/-0.13/-0.13美元，合理估值21.12-25.19港元，维持“买入”评级。



# 凯莱英：业绩符合预期，加快新业务布局（2020年报点评）

## ■ 业绩符合预期，持续稳健增长

凯莱英2020年全年营收31.50亿元（+28.04%），归母净利润7.22亿元（+30.37%），扣非归母净利润6.44亿元（+31.79%）。剔除汇兑波动损益、股权激励摊销费用等影响，归母净利润同比增长41.84%。其中四季度单季度营收10.67亿元（+48.69%），单季度归母净利润2.16亿元（+15.22%），单季度扣非归母净利润1.87亿元（+24.27%）。业绩符合预期，持续稳健增长。

## ■ 商业化收入及订单快速增长，盈利能力提升

公司2020年临床阶段CDMO实现收入11.80亿元（+17.8%），商业化阶段CDMO实现收入16.58亿元（+35.6%），技术开发服务收入3.10亿元（+31.6%）。订单可持续性增强，各业务板块订单数量及金额稳步提升，全年完成技术开发服务、临床阶段（III期临床）、商业化阶段订单分别为413、241（42）、32个。受益于产能利用率提升、新技术应用带来成本下降，毛利率提升1.05pp至46.55%。

## ■ 持续推进新业务布局，加快产能建设

积极拓展在制剂、生物大分子、化学大分子、ADC、生物酶等领域研发和生产能力建设，也通过布局临床研究服务探索新的能力边界。2020年公司新业务收入占比从2017年的2.6%提升到2020年的6.92%。加大产能建设，小分子与大分子产能同步发力，凯莱英制药三期API厂房、吉林凯莱英新厂房等均有望2021年完工。加大连续性反应设备在新旧车间中的应用，有望进一步提升生产效率和降低成本。

## ■ 投资建议：业绩稳健增长，盈利能力提升。维持“买入”评级

受益于新技术的应用和产能利用率提升，盈利能力显著改善。公司持续加强产能建设和研发投入，CDMO领域龙头地位稳固。小幅上调盈利预测，预计2021~2023年归母净利润达到9.85/13.35/17.83亿（此前21~22年预测为9.75/12.83亿），同比增长36.4%/35.6%/33.5%，对应当前股价PE为71/52/39X，维持“买入”评级。

# 先健科技2020年年报点评：业绩符合预期，管线步入收获期

- **2020年业绩符合预期，国内收入增长稳健向好**

2020年实现营收6.42亿元（-4.0%），归母净利润2.16亿（+67.3%），其中包含投资公允价值变动和汇兑损益以及以股份为基础的付款开支。若剔除以股份为基础的付款开支影响，净利润为3.61亿（+43.0%），将所有特殊项目扣除后，经营层面净利润为1.83亿，符合预期。

- **外周血管病业务稳健增长，结构性心脏病业务全面布局**

外周血管病业务收入4.11亿（+10.4%），其中主动脉覆膜支架同比增长17.3%，公司已新获批国内独家G-iliac髂动脉分叉支架；新一代腹主动脉支架Yuranos预计于今年底在国内上市；弓部覆膜支架（烟囱技术）完成所有患者入组，预计2023H1在国内获批。结构心收入2.06亿，左心耳封堵器在美国获批由研究者发起的临床；公司公布心脏瓣膜领域的详细布局，TAVR和TMVR预计今明两年进入FIM临床。

- **完成股权激励和股权计划，实现核心人才的利益绑定**

公司于2020年9月完成股份奖励计划的归属，涉及3.13亿股，并已在2020年计提了相关的费用。此外公司亦于2021年3月完成新一批购股权计划的授予，涉及3332万股。激励计划均涉及研发、管理和销售等多个部门的核心人员，其落地将很好地实现与核心人员的利益绑定，利于公司的人才培养和长期发展。

- **风险提示：疫情风险；研发及获批不及预期；医保控费政策超预期**

- **投资建议：略下调盈利预测，维持“买入”**

预计2021-23年归母净利润2.31/2.83/3.46亿元（2021-22原为2.34/3.05），同比增速7.1/22.3/22.1%（扣除2020年投资公允价值变动和汇兑损益及以股份为基础的付款开支后，21年同比增速26.2%），当前股价对应PE=62/50/41x。公司作为微创介入领域的领导企业，在多个细分领域处于龙头地位，且拥有左心耳封堵、铁基可吸收支架等潜力巨大的战略资产，主动脉介入产品2021年起陆续上市，随着产品管线的不断完善，业绩将进入快速成长期，两年期目标价5.19~5.92港币，维持“买入”评级。

# 远大医药2020年年报点评：业绩超预期，创新投入不断加大

- **营收受疫情影响略下滑，净利超预期增长**

2020年实现营收63.53亿港币（-3.6%），归母净利润17.93亿港币（+55.8%），扣除对Telix投资的公允价值变动损益后归母净利润15.24亿港币（+32.5%），业绩超预期。公司积极开拓院外市场，加强与各大电商平台的合作，非处方药销售大幅增长。

- **毛利率持续提升，销售费用大幅下滑**

公司高毛利产品的销售占比不断提高，毛利率从61.3%提升至63.5%。利润超预期内生增长部分源于销售费用大幅下滑，主要因为去年上半年销售人员的市场开发和团队扩张受疫情影响，相应支出减少3.8亿，销售费用率下降至27.6%。管理费用率为10.2%（+0.9pp），财务费用率为1.7%（-0.5pp），较为稳定。

- **眼科和心脑血管急救用药增长稳健，钇90树脂微球获批在即**

瑞珠滴眼液延续高增长势头，在电商及药房渠道的大力拓展下取得显著成效，同比增长29%；心脑血管急救用药需求刚性，同比增长10%，公司拥有完备的产品布局，并拥有较高市场份额，后续增长确定性强，产品集采风险可控。冠脉药物球囊Restore于2019年获批，上市一年多时间放量迅速，累积销售过亿。另一重磅产品Sirtex的钇90树脂微球获准免临床申报，国内NDA已获受理，预计2021年底至2022年初获批上市。2020年公司研发费用为2.19亿港币，若加上新项目的预付款及其他投入，全年研发投入超过15亿人民币。

- **风险提示：新冠疫情影响、并购整合进度不达预期、医疗事故风险等**

- **投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级**

上调盈利预测，预计2021-23年归母净利润19.31/23.60/28.60亿元（2021-22原为16.47/18.97），同比增速7.7/22.2/21.2%（扣除2020年Telix投资收益影响后，21年同比增速26.7%），当前股价对应PE=12/10/8x。公司自2015年以来加速创新转型，聚焦三大核心赛道（精准介入+抗肿瘤+五官科/呼吸感染），Y90树脂微球预计将于今年底明年初上市，估值弹性有望逐步释放，维持“买入”评级。

# 三生制药年报点评： 核心产品销售良好，研发管线顺利推进

## ■ 营收、利润维持稳健

三生制药2020年实现营收55.88亿元（+5.1%），归母净利润8.36亿元（-14.2%），同口径调整后正常化归母净利润14.16亿元（+5.3%），公司在疫情冲击下实现了平稳的经营。销售费用率小幅下降至36.1%（-0.5pp），研发费用率上升至10.6%（+0.7pp）。

## ■ 核心产品销售良好

公司核心品种特比澳表现强劲，全年销售27.63亿元（+18.9%），占公司总营收的比例提升至49%；特比澳医保谈判降价幅度符合预期，预计可以实现持续的增长。促红素渗透率提升，实现销售9.74亿元（+30.0%）；益赛普受到疫情及降价的影响，全年销售6.15亿元（-46.2%）；蔓迪销售3.68亿元（+47.2%），线上收入同比增长约100%。我们预计现有产品可以持续稳定的增长。

## ■ 赛普汀进入医保放量可期，研发管线顺利推进

重磅品种HER2单抗赛普汀获批上市，并顺利通过谈判进入医保。我们预计国内HER2单抗的市场空间有望达到百亿级别，目前仅有罗氏和复宏汉霖的曲妥珠单抗以及公司的赛普汀3家产品展开竞争，格局良好。赛普汀进入医保后，有望以价换量，实现快速放量。公司管线布局集中在肿瘤、肾科、自免等领域，在研产品包括单抗、双抗等大分子和其他小分子。在内部研发的同时，公司积极开展外延合作，引进创新性的技术平台以及与现有品种具有协同性的管线。

## ■ 风险提示：赛普汀销售不及预期、研发进度不及预期

## ■ 投资建议：维持“买入”评级

公司的核心产品销售良好，研发管线顺利推进。我们下调21~22年盈利预测（原值16.9/19.2亿元），新增23年盈利预测，预计21~23年归母净利润14.79/17.68/20.47亿元，同比增长77.0%/19.5%/15.8%，对应当前股价PE为10/9/7x。我们认为，现有产品足以维持公司未来稳健的业绩增长，当前估值具有吸引力，维持“买入”评级。

# 佰仁医疗2020年报及2021一季报点评： 外科瓣销售持续放量，介入瓣研发全面布局

## ■ 业绩进入增长快车道，一季度超预期

佰仁医疗2020年营收1.82亿元（+24.6%），归母净利润0.57亿元（-10.4%），剔除股份支付影响后净利润0.87亿元（+38.5%）；20Q4营收0.63亿元（+59.3%）。公司21Q1实现营收0.52亿元（+120.8%），比19Q1增长66.30%；归母净利润886万（-1.1%），剔除股份支付影响后净利润2455万元（+173.9%）。2020年以来，公司单季度营收同比增速分别为-24.7%/14.6%/39.3%/59.3%/120.8%，增速逐季提升。

## ■ 瓣膜业务增长强劲

2020年公司的心脏瓣膜置换与修复治疗板块营收0.53亿元（+49.4%），核心产品牛心包瓣2020年共销售2569枚（+73.8%），21Q1销售1060枚，继续保持强劲增长。公司的牛心包瓣是唯一拥有长期大组临床数据支持的国产产品，预计市场份额将不断扩大。

## ■ 研发顺利推进，全面布局介入瓣

公司的研发管线全面布局介入瓣：介入瓣中瓣已获准伦理审批，由复旦中山牵头的16家医院开展多中心临床；介入主动脉瓣在安贞医院已获准立项；介入肺动脉瓣已正式启动11家医院参加的多中心临床。公司计划在今年之内完成介入瓣中瓣和介入主动脉瓣的临床入组。

## ■ 风险提示：介入瓣研发进度不及预期，产品和进院销售不及预期

## ■ 投资建议：维持“买入”评级

公司的外科生物瓣长期临床数据优秀，将受益于生物瓣对机械瓣的替代以及国产产品对进口的替代，实现快速增长。介入瓣的研发顺利推进。外科瓣的快速放量将推动公司营收以30%左右的增速增长，预计随着介入瓣临床的推进，公司研发费用将大幅增加。我们维持盈利预测，预计20~22年公司还原股权支付费用口径的归母净利润为1.08/1.46/1.73亿元，同比增长23%/35%/32%，对应当前股价PE为142/97/88x。考虑到股权支付费用的影响，预计20~22年的归母净利润为0.51/1.13/1.73亿元，维持“买入”评级。

# 中国中药深度报告：政策已至，扩容在即

## ■ 中药赛道平台企业，配方颗粒绝对龙头

公司聚焦中药配方颗粒、中成药、中药饮片、中医药大健康四大板块，现已在规模成本效应下成功构筑中医药全产业链协同发展竞争优势，具备强标杆产品与全产业综合平台。其重点布局的配方颗粒业务为中药饮片与中成药领域近年来成长性最优的细分板块，公司该业务年收入体量超百亿，占据国内约 50% 市场份额，为该细分赛道的绝对龙头。

## ■ 看过去：稳健成长，2020 年业绩符合预期

公司 2016-2020 年五年营收 CAGR 31.9%、归母净利润 CAGR 21.7%，高速增长。2020 年实现营收 148.1 亿元（+3.4%），归母净利润 16.6 亿元（+4.7%）；其中，中药配方颗粒业务实现营收 100.1 亿元（+8.5%），净利润 17.4 亿元（+12.6%），毛利润 70.6 亿元（+13.8%），毛利率 70.5%（+3.3 p.p），疫情之下仍保持稳健增速。

## ■ 望未来：试点结束政策已至，市场扩容未来可期

2021 年 02 月 10 日，四部门共同发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》并拟于 11 月起正式实施，中药配方颗粒的定位得以明确、生产及质量要求得以规范，“限于二级及其以上中医院使用”的销售范围限制得以解除，市场预计将大幅扩容。公司中药配方颗粒业务获批最早、品种最全、体量最大、增速较快，通过上游资源、中游产能、下游渠道的全方位布局，壁垒深厚，有望成为市场放开的最大受益者。

## ■ 风险提示：政策实施力度不及预期；疫情反复；配方颗粒行业竞争加剧

## ■ 投资建议：政策实施在即，市场扩容有望，维持“买入”评级

中国中药是中药配方颗粒领域绝对龙头，在渠道、品种、质量、产能及上游资源方面壁垒深厚，随着渠道限制解除，行业迎来新一轮黄金发展期，公司有望成为最大受益者。预计公司 2021-2023 年归母净利润 20.1/23.4/25.6 亿元，同比+21.1%/+16.1%/+9.5%，当前股价对应 PE 为 10.1/8.7/7.9x，合理股价 7.38-9.32 港元，对应 2022 年盈利预测 PE 12.3~15.5x，较当前股价 4.79 港元上涨空间 54%-95%，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
2021-05-04	人福医药-600079-2020年报及2021一季报点评：麻醉药稳健增长，高壁垒赛道强者恒强	公司研究	财报点评
2021-05-04	乐普医疗-300003-2020年报及2021一季报点评：Q1业绩超预期，创新产品支撑成长	公司研究	财报点评
2021-04-29	爱尔眼科-300015-2020年年报暨2021年一季报点评：扣非业绩超预期，“二次创业”稳步推进	公司研究	财报点评
2021-04-26	医药行业一周观察：本周板块表现优异，关注业绩可能超预期的优质标的	行业研究	行业周报
2021-04-23	佰仁医疗-688198-2020年报及2021年一季报点评：外科瓣销售持续放量，介入瓣研发全面布局	公司研究	财报点评
2021-04-19	医药行业一周观察：龙头再度调整，关注低估值和高增长标的	行业研究	行业快评
2021-04-17	凯莱英-002821-2020年报点评：业绩符合预期，加快新业务布局	公司研究	财报点评
2021-04-14	凯普生物-300639-2020年年报点评：实验室快速发展，新冠检测持续	公司研究	财报点评
2021-04-13	迪安诊断-300244-2020年报点评：实验室进入利润释放期，自产和特检快速提升	公司研究	财报点评
2021-04-11	医药行业一周观察：关注财报季投资机会，第四批药品集采即将落地执行	行业研究	行业周报
2021-04-09	国信医药-中国中药-00570.HK-深度报告：政策已至，扩容可期	公司研究	深度报告
2021-04-07	威高股份-01066.HK-2020年年报点评：业绩符合预期，管理层顺利交接	公司研究	财报点评
2021-04-05	医药行业一周观察：调整后重归均衡，关注内生成长明确的一二线公司	行业研究	行业快评
2021-04-14	先健科技-01302.HK-2020年年报点评：业绩符合预期，管线步入收获期	公司研究	财报点评
2021-04-12	远大医药-00512.HK-2020年年报点评：业绩超预期，创新投入不断加大	公司研究	财报点评
2021-04-07	威高股份-01066.HK-2020年年报点评：业绩符合预期，管理层顺利交接	公司研究	财报点评
2021-04-14	金斯瑞生物科技-01548.HK-2020年年报点评：收入高速增长，细胞治疗即将上市	公司研究	财报点评

## 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±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±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