

医药生物行业

周报

看好 CDMO 行业进入业绩加速期

——医药行业周报 20210515

行业研究——医药生物行业

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 联系人: 郭双喜
✉️ : sunjian@stocke.com.cn

细分行业评级

医药生物 看好

报告导读

本周生物医药行业超额收益显著，疫苗表现抢眼。看好 CDMO 行业进入业绩加速期，核心推动力来自于 CDMO 头部企业服务项目漏斗效应进入兑现期，头部企业新产能释放奠定加速基础。

投资要点

□ 看好 CDMO 行业进入业绩加速期

CDMO 龙头进入新一轮业绩加速期核心推动力是漏斗效应下临床后期和商业化项目进入加速兑现期，这一点已经在药明康德得到验证。2019 年和 2020 年合全药业服务商业化项目新增数量分别达到 5 个和 7 个，伴随着新产能释放 2019 年和 2020 年收入端同比增速分别达到 39%和 40.8%，呈现明显的加速迹象。而凯莱英经过多年的发展与项目积累，其漏斗效应也有望加速兑现期。康龙化成 CMC 业绩有望加速。

小分子 CDMO 行业进入产能加速释放期，有可能带动行业进入业绩加速期。我们持续重点推荐 CDMO 行业龙头：药明康德、凯莱英、康龙化成、博腾股份、药石科技、九洲药业等。

□ 本周表现：行业超额收益显著，疫苗表现抢眼

从股价表现看，本周医药板块上涨 7.68%，跑赢沪深 300 指数 5.39 个百分点，在所有行业中涨幅排名第一。2021 年初以来，医药板块上涨 8.34%，跑赢沪深 300 指数 10.28pct。成交量上看，医药行业本周成交额为 5285.0 亿元，占全部 A 股总成交额的 12.8%，环比下降 1.0pct，高于 18 年以来的中枢 4.7pct。从估值看，医药板块估值有所回升。截至 2021 年 5 月 14 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 40.7 倍，环比上升 2.9pct。医药行业相对沪深 300 的估值溢价为 199%，较上周环比上升 14.5pct，基本处于四年来中枢偏上水平（182.5%）。

据 Wind 中信医药分类看，本周生物医药所有细分子板块均有明显上涨，其中生物医药（上涨 9.6%）、中药饮片（上涨 8.5%）、医疗服务（上涨 8.3%）、中成药（上涨 8.1%）表现最佳。根据浙商医药重点公司分类情况来看，本周所有板块均有明显上涨。其中医疗服务（上涨 13.1%）、生物药（上涨 10.5%）和研发型创新药企（上涨 10.2%）和医药服务（上涨 8.8%）上涨最为明显。具体看标的表现，医疗服务板块中爱博医疗受益骨科耗材集采价格预期降幅较为乐观上涨 39.45%拉动医疗服务板块涨幅较佳、生物药板块中西藏药业（上涨 28.3%）、康泰生物（上涨 17.3%，预计主要受益新冠疫苗即将紧急授权使用预期）表现最佳。创新药板块主要是复星医药公告将与 BioNTech 合资建厂以及进口 mRNA 疫苗获批上市预期带来 28.6%涨幅。

□ 看好高景气赛道背后“中国优势”的持续体现

全球抗疫常态化下，我们建议关注高景气赛道背后“中国优势”特征在市场化、全球化竞争中的持续体现。我们建议坚持“创新赋能、制造升级和降本

公司推荐

相关报告

- 1《医药行业周报 20210507：如何看待豁免新冠疫苗知识产权对市场的影响？》2021.05.08
- 2《【浙商医药】CXO 2020 年报及 2021 一季报总结：CXO 向好，CDMO 行业进入加速期》2021.05.01
- 3《【浙商医药|孙建】二线 CXO2020 年报及 2021Q1 综述：新生有弹性，从高增长到高溢价.pdf》2021.05.01
- 4《原料药板块 2020 年报及 2021 年一季报综述：从产业链上下游看景气增长阶段》2021.04.29
- 5《印度疫情反复下，中国制药升级机遇如何？——医药行业周报 20210423》2021.04.24

增效”三条选股思路，看好中国高端医药制造业在新一轮全球竞争中脱颖而出。具体而言，建议关注：

1) 创新赋能：抓住进口替代象下的产品竞争力本质，从中国创新迈向全球创新。前瞻性布局景气赛道、坚持研发创新和持续提升产品全球竞争力的创新器械企业；谈判降价背景下把握中国市场，且拥有全球视野和布局的创新药企业；创新质量提升、服务赋能下龙头集中的研发外包企业。

2) 制造升级：充分发挥中国优势，深度参与全球产业分工。通过新产能、新业务加速拓展打破产业转移“共识”的特色原料药企业；订单加速，行业景气背景下优势不断强化的生产外包企业；疫情机遇与集采倒逼下中国制造优势加速体现并加快国际化进程的出口器械企业。

3) 降本增效：有持续扩大规模和提升效率能力的连锁医院、ICL 及药房。

具体结合公司质地和估值情况，我们推荐：药明康德、凯莱英、康龙化成、博腾股份、药石科技、九洲药业、昭衍新药、泰格医药、普洛药业、健友股份、仙琚制药、天宇股份、华海药业、复星医药、普利制药、万孚生物、凯普生物、圣湘生物、维亚生物、阿拉丁、泰坦科技等。

□ 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

表 1：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		5月14日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
603259.SH	药明康德	153.20	1.21	1.67	2.18	127	92	70	买入
603127.SH	昭衍新药	153.09	1.72	1.96	2.60	132	78	59	买入
300347.SZ	泰格医药	156.35	1.76	2.19	2.59	78	71	60	买入
300759.SZ	康龙化成	170.99	1.48	1.84	2.45	116	93	70	买入
603456.SH	九洲药业	42.68	0.47	0.75	1.08	93	57	40	买入
300725.SZ	药石科技	141.30	1.20	2.02	2.83	153	70	50	买入
000739.SZ	普洛药业	28.68	0.69	0.93	1.19	53	31	24	买入
600521.SH	华海药业	20.48	0.64	0.77	0.99	32	27	21	增持
300702.SZ	天宇股份	65.90	3.66	3.62	5.15	19	18	13	增持
603707.SH	健友股份	43.91	0.87	1.13	1.52	51	39	29	增持
002332.SZ	仙琚制药	14.14	0.55	0.65	0.79	28	22	18	增持
600196.SH	复星医药	70.30	1.43	1.80	2.13	49	39	33	买入
300363.SZ	博腾股份	56.91	0.60	0.75	1.01	95	76	56	买入
300639.SZ	凯普生物	36.48	1.54	1.71	2.13	24	21	17	买入
01873.HK	维亚生物	6.74	(0.25)	0.23	0.44	-	29	15	买入
688289.SH	圣湘生物	100.46	6.54	4.55	4.01	15	22	25	增持
688179.SH	阿拉丁	97.73	0.74	1.12	1.47	133	87	66	增持
603108.SH	润达医疗	11.77	0.57	0.75	0.95	21	16	12	买入
002821.SZ	凯莱英	349.8	2.98	4.30	5.89	118	81	59	买入
300630.SZ	普利制药	48.4	0.93	1.30	1.78	52	37	27	增持
688133.SH	泰坦科技	182.0	2.98	4.11	5.58	135	44	33	增持

资料来源：Wind，除维亚生物 HKD 外其余为 RMB，浙商证券研究所

正文目录

1. 看好 CDMO 行业进入业绩加速期	4
2. 行业超额收益显著，疫苗表现抢眼	6
3. 重点研究更新	7
3.1. 凯莱英更新报告：订单产能共振，业绩加速确定	7
3.2. 普利制药深度报告：后发优势加速兑现的注射剂出口平台	8
4. 本周行情回顾	9
4.1. 医药行业行情：表现抢眼，超额收益明显	9
4.2. 医药子行业：子板块全线上涨，生物医药表现最优	11
4.3. 陆港通&港股通：龙头关注度更高	12
4.4. 限售解禁&股权质押情况追踪	14
5. 风险提示	16

图表目录

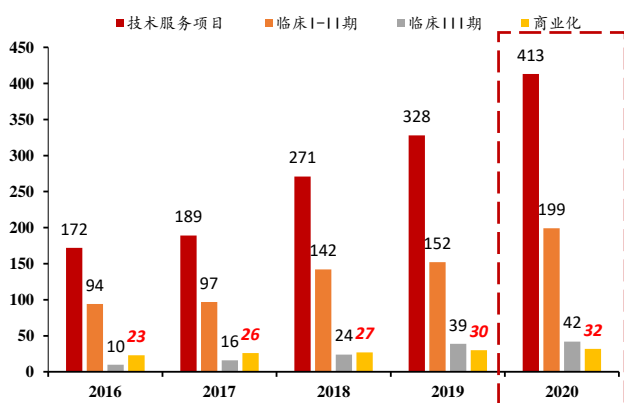
图 1: 2016-2020 年凯莱英完成项目拆分	4
图 2: 2018-2020 年合全药业固服务项目情况	4
图 3: 2016-2021Q1 CXO 公司固定资产 (亿元)	5
图 4: 2016-2021Q1 CXO 公司在建工程 (亿元)	5
图 5: 本周医药板块 (中信分类) 和沪深 300 走势	9
图 6: 2021 年以来医药板块 (中信分类) 和沪深 300 走势	9
图 7: 本周各大行业涨跌幅 (上: 上周涨幅; 下: 2021 年至今涨幅)	10
图 8: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	10
图 9: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	11
图 10: 本周医药子板块涨跌幅 (中信)	12
图 11: 本周医药子板块涨跌幅 (浙商医药)	12
图 12: 2010 年以来医药子行业估值变化情况	12
图 13: 2017-2021.5.14 医药北上金额及占总北上资金比例	13
图 14: 2017-2021.5.14 医药股北上资金布局子行业	13
图 15: 2021.5.10-5.14 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名	14
图 16: 2021.5.10-5.14 陆港通医药股市值前 10 名	14
图 17: 2021.5.10-5.14 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名	14
图 18: 2021.5.10-5.14 港股通医药股市值前 10 名	14
图 19: 2021.5.10-5.14 陆港通医药股陆港通持股占比前 10	14
图 20: 2021.5.10-5.14 港股通医药股港股通持股占比前 10	14
表 1: 盈利预测与财务指标	2
表 2: 2021 年 4 月 26 日至 6 月 4 日医药公司解禁限售股情况	15
表 3: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动	16

1. 看好 CDMO 行业进入业绩加速期

业绩加速核心推动力：CDMO 头部企业服务项目漏斗效应进入兑现期。 CDMO 龙头进入新一轮业绩加速期核心推动力是漏斗效应下临床后期和商业化项目进入加速兑现期，这一点已经在药明康德得到验证。2019 年和 2020 年合全药业服务商业化项目新增数量分别达到 5 个和 7 个，伴随着新产能释放 2019 年和 2020 年收入端同比增速分别达到 39% 和 40.8%，呈现明显的加速迹象。正如我们《药明康德深度报告：CDMO 加速增长下，医药 CXO 龙头长牛天花板打开》深度报告里提到的，我们预计公司 2021-2023 年小分子 CDMO 业务呈现加速趋势。

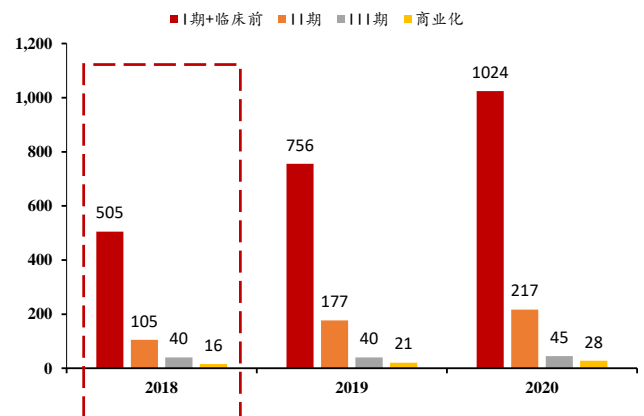
而凯莱英经过多年的发展与项目积累，其漏斗效应也有望加速兑现期。正如我们 3 月 13 日深度报告《凯莱英深度报告：差异化优势加速体现的 CDMO 龙头》和 5 月 10 日更新报告《凯莱英：订单产能共振，业绩加速确定》中对凯莱英 2020 年与 2018 年合全药业所处发展阶段、固定资产绝对值以及临床项目梯队相似性分析所得到的结论那样，我们认为：凯莱英有可能在 2021 年进入业绩加速期。

图 1：2016-2020 年凯莱英完成项目拆分



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 2：2018-2020 年合全药业固服务项目情况



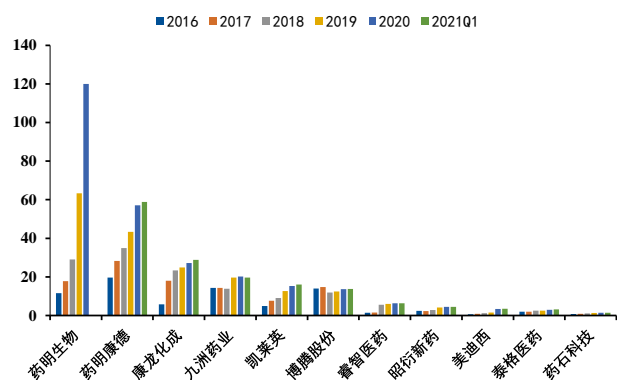
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

康龙化成 CMC 业绩有望加速： 订单和新产能释放共振下有望持续超预期。2020 年公司 CMC（小分子 CDMO）共涉及药物分子或中间体 739 个，其中临床前项目 487 个，临床 I-II 期 202 个，临床 III 期 47 个，商业化阶段 3 个。相比于 2019 年（完成及在研项目 568 个，其中临床前项目 485 个，临床 I 期 54 个，临床 II 期 20 个，临床 III 期 9 个）数据，2020 年新增临床 I-II 期项目 128 个，III 期项目 38 个，商业化项目 3 个，显示出公司 CMC（小分子 CDMO）业务进入快速发展新阶段。我们预计伴随着 2021-2022 年天津工厂三期（4 万平米）、绍兴工厂一期（8.1 万平米）的 CMC 产能持续释放，公司 CMC 业务仍有望持续保持高速增长，也有望在规模化效应下带来盈利能力持续提升，甚至超越可比公司平均水平（2020 年平均毛利率 43.8% vs 康龙化成 CMC 毛利率 32.7%）。

小分子 CDMO 行业进入产能加速释放期，有可能带动行业进入业绩加速期。 我们明显看到自从 2019 年开始 CDMO 行业固定资产投资加速，药明康德、康龙化成、凯莱英在建工程绝对值出现明显提升，药明生物官网披露产能扩张速度也很快（2021 年产能是 2020 年近 2.85 倍，2022 年是 2021 年产能 1.67 倍）。而从药明康德小分子 CDMO 业务 2020Q3、Q4 和 2021Q1 收入同比增速分别达到 55%、51% 和 100% 来看，我们认为公司有

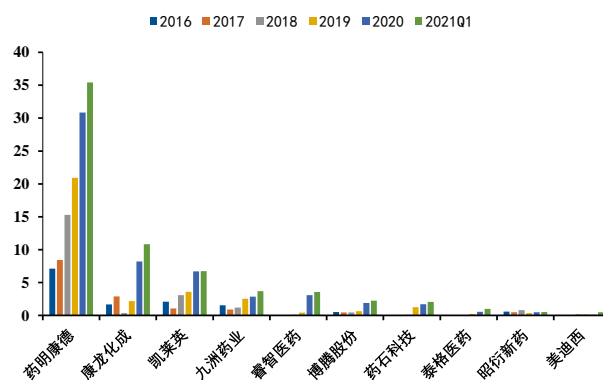
可能进入订单和产能快速释放期。同样的 2020Q4 和 2021Q1 凯莱英收入同比增速分别达到 49%和 63%，有可能也意味着公司进入了产能和订单共振期。

图 3：2016-2021Q1 CXO 公司固定资产（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：2016-2021Q1 CXO 公司在建工程（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们持续重点推荐 CDMO 行业龙头：药明康德、凯莱英、康龙化成、博腾股份、药石科技、九洲药业等。

2. 行业超额收益显著，疫苗表现抢眼

从股价表现看，本周医药板块上涨 7.68%，跑赢沪深 300 指数 5.39 个百分点，在所有行业中涨幅排名第一。2021 年初以来，医药板块上涨 8.34%，跑赢沪深 300 指数 10.28pct。成交量上看，医药行业本周成交额为 5285.0 亿元，占全部 A 股总成交额的 12.8%，环比下降 1.0pct，高于 18 年以来的中枢 4.7pct。从估值看，医药板块估值有所回升。截至 2021 年 5 月 14 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 40.7 倍，环比上升 2.9pct。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 199%，较上周环比上升 14.5pct，基本处于四年来中枢偏上水平（182.5%）。

据 Wind 中信医药分类看，本周生物医药所有细分子板块均有明显上涨，其中生物药（上涨 9.6%）、中药饮片（上涨 8.5%）、医疗服务（上涨 8.3%）、中成药（上涨 8.1%）表现最佳。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，本周所有板块均有明显上涨。其中医疗服务（上涨 13.1%）、生物药（上涨 10.5%）和研发型创新药企（上涨 10.2%）和医药服务（上涨 8.8%）上涨最为明显。具体看标的表现，医疗服务板块中爱博医疗受益骨科耗材集采价格预期降幅较为乐观上涨 39.45%拉动医疗服务板块涨幅较佳、生物药板块中西藏药业（上涨 28.3%）、康泰生物（上涨 17.3%，预计主要受益新冠疫苗即将紧急授权使用预期）表现最佳。创新药板块主要是复星医药公告将与 BioNTech 合资建厂以及进口 mRNA 疫苗获批上市预期带来 28.6%涨幅。医药服务板块中凯莱英（上涨 13.9%）、康龙化成（上涨 11.03%）、博腾股份（上涨 10.96%）均有不错表现，正如我们 CXO 板块 2020 年报和 2021 一季报业绩总结中提到的建议关注 CDMO 龙头业绩加速趋势。

全球抗疫常态化下，我们建议关注高景气赛道背后“中国优势”特征在市场化、全球化竞争中的持续体现，坚持“创新赋能、制造升级和降本增效”三条选股思路，看好中国高端医药制造业在新一轮全球竞争中脱颖而出。

具体而言，建议关注：

1) 创新赋能：抓住进口替代表象下的产品竞争力本质，从中国创新迈向全球创新。前瞻性布局景气赛道、坚持研发创新和持续提升产品全球竞争力的创新器械企业；谈判降价背景下把握中国市场，且拥有全球视野和布局的创新药企业；创新质量提升、服务赋能下龙头集中的研发外包企业。

2) 制造升级：充分发挥中国优势，深度参与全球产业分工。通过新产能、新业务加速拓展打破产业转移“共识”的特色原料药企业；订单加速，行业景气背景下优势不断强化的生产外包企业；疫情机遇与集采倒逼下中国制造优势加速体现并加快国际化进程的出口器械企业。

3) 降本增效。有持续扩大规模和提升效率能力的连锁医院、ICL 及药房。

具体结合公司质地和估值情况，我们建议关注：药明康德、凯莱英、康龙化成、博腾股份、药石科技、九洲药业、昭衍新药、泰格医药、普洛药业、健友股份、仙琚制药、普利制药、天宇股份、华海药业、复星医药、万孚生物、凯普生物、圣湘生物、维亚生物、阿拉丁、泰坦科技等。

3. 重点研究更新

3.1. 凯莱英更新报告：订单产能共振，业绩加速确定

报告导读：

公司存货、人员、固定资产与收入同比增速具备较高相关性，我们预计公司 2021-2023 年业绩进入加速期，并有望超预期，上调盈利预测，上调 6-12 个月目标市值至 937 亿，维持“买入”评级。

投资要点：

订单：高景气，存货高增长指引 2021Q2-Q3 收入端确定性高增长

1) 存货：高增长指引 2021Q2-Q3 收入端确定性高增长。历史数据看，存货同比增速对后续 1-2 个季度收入同比增速指引性强。基于历史数据以及公司 2020Q4-2021Q1 存货同比增速高增长，我们认为公司 2021Q2-Q3 整体收入高增长确定性高，这是我们与市场预期具有较大差别的地方。2) 订单：多项财务数据指引 2020 年和 2021Q1 订单超高景气。2020 年底存货达到 7.26 亿，相比 2020 年初增加 2.77 亿(同比 2019 年增加值增长 1008%)。合同负债 2020 年增加值同比 2019 年同比增长 1300%。2021Q1 合同负债相比 2020 年底增长 56.01%。为未来 1-2 个季度业绩加速提供订单保障。

产能：固定资产和人员加速投放指引 2021-2022 年业绩加速

1) 固定资产：新产能进入加速释放期，有望指引业绩高增长。按照公司 2020 年报数据：2021 年底反应釜体积有望同比 2020 年底增加 47.9%，这也为公司 2022 年收入端进一步加速提供产能基础。从历史数据看，固定资产同比增速加快可能指引 1-2 年商业化项目收入增速加快，奠定未来 1-2 年业绩加速基础。2) 人员：2020 年人员高增长指引 2021 年收入端高增速。历史数据看，公司前一年的员工人数同比增速能较好地反应下一年度收入端同比增速情况。2020 年公司新增员工 YOY43%，指引公司 2021 年收入有望加速。

漏斗：商业化项目有望进入加速兑现期，带来业绩加速

参考合全药业 2018 年-2020 年服务临床项目导流进度，也就意味着在产能不受限的情况下，凯莱英项目导流到兑现阶段应该在 2022 年附近。从固定资产绝对值角度，凯莱英 2020 年达到合全药业 2018 年(16.61 亿)水平。虽然历史数据看总收入增速与固定资产投产节奏并不具备直接相关性，但是从合全药业 2018 年以来业绩加速节奏来看(大概率跟项目执行情况有关)，也就意味着伴随着商业化项目和临床 III 期项目数量快速增加，收入端大概率会进入到加速阶段。如果凯莱英也进入到这种商业化项目加速兑现的阶段(前期项目漏斗+BD)，意味着公司业绩有望进入加速阶段。

盈利预测及估值：基于公司核心业务分析，我们认为公司业绩有可能会超预期，因此上调盈利预测。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 4.30、5.89、7.94 元，按 2021 年 5 月 7 日收盘价对应 2021 年 71 倍 PE(2022 年为 52 倍)。参考可比公司估值，考虑到公司新技术应用领先性、CDMO 业务未来较大的成长空间、公司商业化订单进入收获期以及 API 和制剂产能持续释放，公司业绩有望加速，我们给予凯莱英 2021 年 85-90 倍 PE，对应市值区间约 885-937 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：全球创新药研发投入景气度下滑的风险、新业务拓展不及预期风险、竞争风险、汇兑风险、业绩不达预期风险、新产能投放不及预期风险。

3.2. 普利制药深度报告：后发优势加速兑现的注射剂出口平台

报告导读：

基于公司在冻干注射剂合规产能优势和高端制剂能力积累，我们看好 2 个潜在超预期空间，首次覆盖给予“增持”评级。

投资要点：

1) 市场关注：业绩追踪、能力证明、发展天花板

几个关键词：独家剂型、注射剂出口、高端制造。普利制药是原料药-制剂板块中 2020 年净利润率和 ROE 最高的公司之一，这主要源于公司国内独家剂型产品的快速增长；而 2020 年开始公司国外制剂收入占比首次超过约 10%。制剂国际化从能力建设到加速兑现的十年间，公司积淀了什么？仿制药注射剂出口，壁垒多高、盈利如何、后发者有何竞争优势？在评估公司的竞争力和发展空间时，这是我们首先考虑的问题。

我们认为，注射剂国际化建设期，公司积累了全球稀缺的无菌注射剂 cGMP 产能及制剂研发注册能力，注射剂短缺背景下后发者优势源于更低的 cGMP 运行成本和 API 配套成本，更低的盈亏平衡线下往往净利润率高（15-25%）、盈利稳定、规模效应明显。随着公司 API 及制剂产能瓶颈解除、产品立项加速，我们认为公司可能有 2 个潜在超预期：①注射剂全球注册的速度、欧美市场销售速度有望超预期；②收入上限及商业模式拓展（如承接 CDMO 业务、高难度制剂合作研发等）有望超预期。

2) 仿制药注射剂：从药品短缺现象看企业竞争力

全球 1340 亿美元市场空间，销售量市占率&大品种集中，美国仿制药注射剂短缺的核心是经济效益不足以弥补质量成本，而这为中国和印度的“后发者”提供了机会。药企能否有更低的盈亏平衡线取决于（1）cGMP 运行成本；（2）API 配套成本。FDA 强调“consistently and reliably deliver quality product”，美国仿制药注射剂市场具有（品种）规模经济效应、龙头经营净利润率可以稳定在较高水平，背后需要后发者具备系统性成本优势（ β ）、GMP 法规理解和执行体系（ α ）、供应链管理能力和（ α ）和立项与品种梯队（ α ）。

3) 普利制药弹性：制造+研发，奠定全球竞争力

①短期：短缺品种+产能释放，打破商业化交付瓶颈。

产品：注射用阿奇霉素、注射用盐酸万古霉素、依替巴肽注射液和左乙拉西坦注射液在 2021 年以来处于持续短缺状态，我们认为，相关产品短期放量有望持续受益于短缺带来的订单增长，中期维度看公司产品的质量保障、稳定供应能力有望成为公司销售、谈判的重要亮点。

产能：我们分析了公司各产能环评报告，预期 2021 年后安庆原料药厂区、海南二车间、三车间、四车间扩产项目及浙江普利厂区有望陆续投产，前期制约公司制剂产能的因素有望明显缓解。

②中期：立项加速，看好新品种、新产能下形成的产品梯队。各个厂区新老品种加速扩产、新剂型立足差异化竞争，仅考虑转债募投品种，对应制剂出口 20-44 亿收入空间。

③长期：从高端制造，迈向创新驱动。我们更看好公司从高难度剂型、改良剂型开始向创新领域的突破，建议关注公司在 505b(2)、高难度递送剂型等领域的临床、审评、合作研发进展。

4) 国内制剂：看好质量、效率和竞争格局

带量采购品种：效率占优，集采仍有纯增量。分析已中标的4个品种，假设集采中标后销售量在2-3倍，估算集采带来的收入增益约为5500-8500万元，对应5.5%到8.5%的收入增量。我们认为，集采中标品种中，存量供应商中标份额较低，看好2021-2023年国内集采品种的增量贡献。

独家/儿科品种：预期渗透率仍有空间，预期稳健增长。

盈利预测及估值：我们预计公司2021-2023年EPS分别为1.30、1.78、2.35元/股，2021年5月12日收盘价对应2021年37倍PE，高于可比公司平均。我们认为，基于冻干注射剂合规产能优势和高端制剂能力积累，公司注射剂全球注册的速度、欧美市场销售速度有望超预期、收入上限及商业模式拓展有望超预期。综合考虑公司的比较优势和成长逻辑认知预期差，首次覆盖给予“增持”评级。

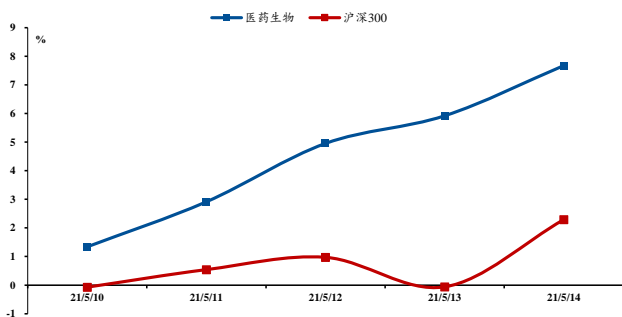
风险提示：生产安全事故及质量风险；核心制剂品种流标或销售额不及预期风险；汇率波动风险；订单交付波动性风险；医药监管政策变化风险。

4. 本周行情回顾

4.1. 医药行业行情：表现抢眼，超额收益明显

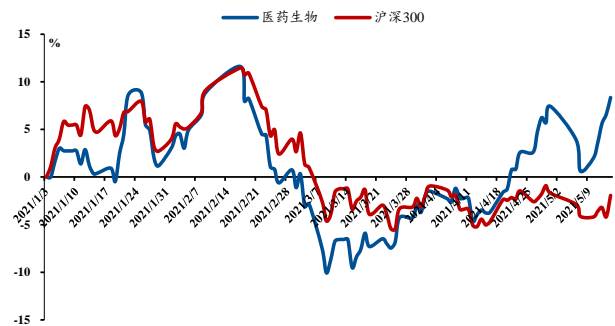
本周医药板块上涨7.68%，跑赢沪深300指数5.39个百分点，在所有行业中涨幅排名第一。2021年初以来，医药板块上涨8.34%，跑赢沪深300指数10.28pct。

图 5：本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



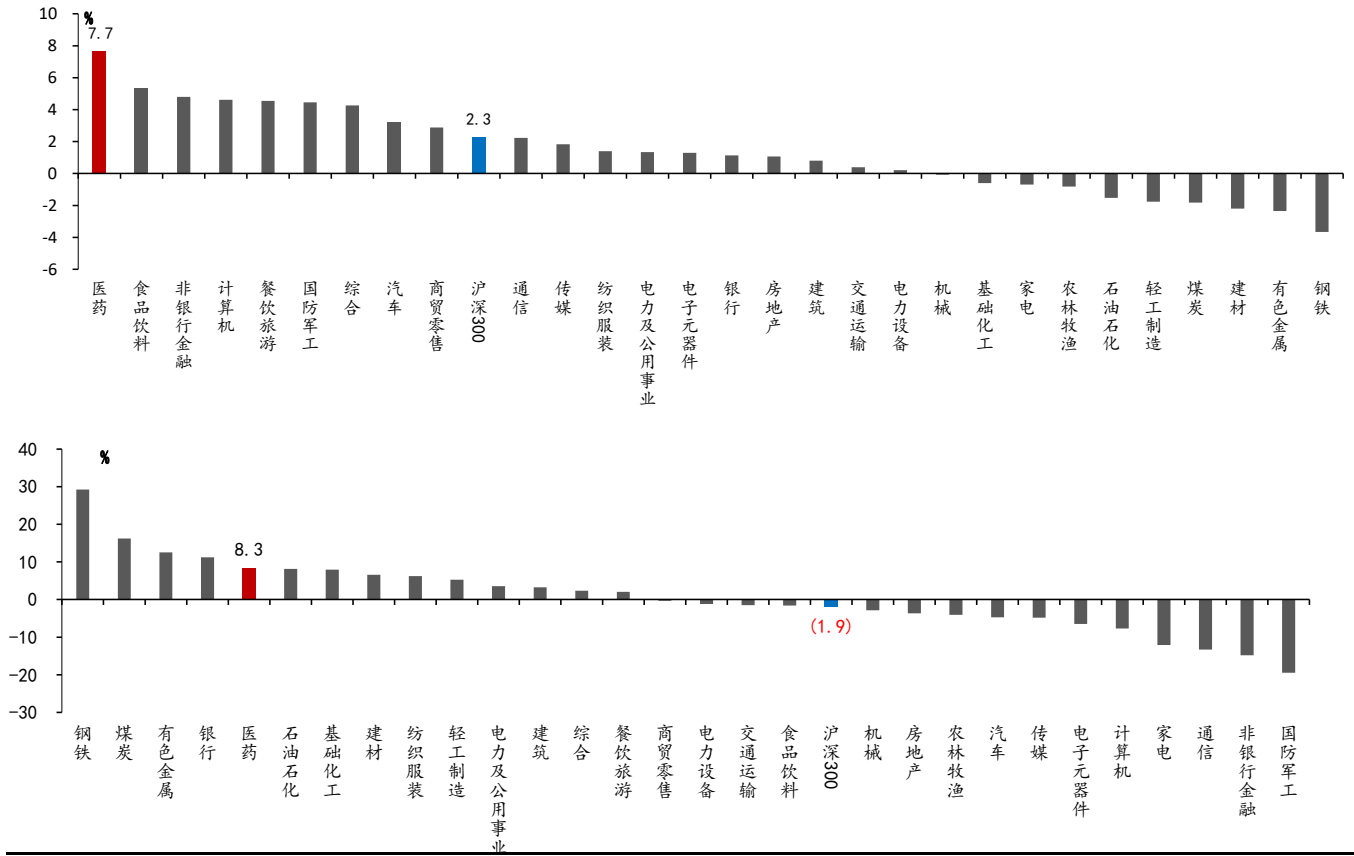
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：2021 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

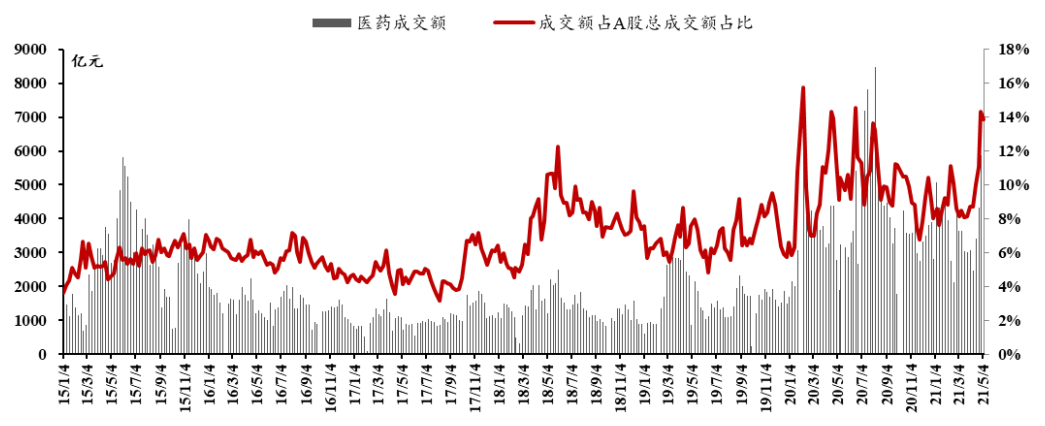
图 7：本周各大行业涨跌幅（上：上周涨幅；下：2021 年至今涨幅）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

成交额及占比处历史高位。成交量上看，医药行业本周成交额为 5285.0 亿元，占全部 A 股总成交额的 12.8%，环比下降 1.0pct，高于 18 年以来的中枢 4.7pct。

图 8：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

医药板块估值有所回升。截至 2021 年 5 月 14 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 40.7，环比上升 2.9pct。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 199%，较上周环比上升 14.5pct，基本处于四年来中枢偏上水平（182.5%）。

我们认为，基于过去 3-4 年医药板块政策导向产业的结构化升级，产业分化加速，从时间维度上，医改已经进入明显的深水区。就整体行业发展方向而言，医药行业明显处于

新旧动能更替、供给侧改革的关键阶段，但长期景气的逻辑和基础未变。全球新冠疫情短期是扰动，长期是催化剂。我们认为，2021年医药投资策略即把握中国优势，从降本、增效、提质三大主线中挖掘优质个股，继续看好特色原料药、创新器械、生产外包、创新药、医疗服务、出口产业链等板块的龙头公司。

图 9：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



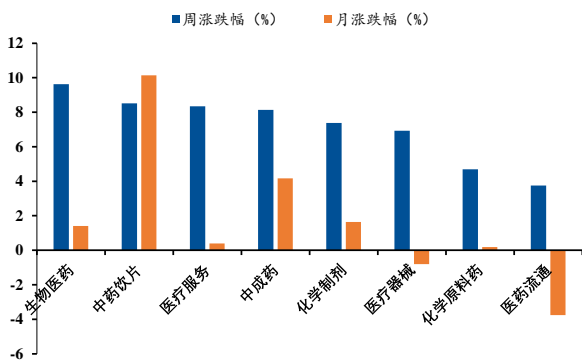
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2. 医药子行业：子板块全线上涨，生物医药表现最优

据 Wind 中信医药分类看，本周生物医药所有细分子板块均有明显上涨，其中生物医药（上涨 9.6%）、中药饮片（上涨 8.5%）、医疗服务（上涨 8.3%）、中成药（上涨 8.1%）表现最佳。

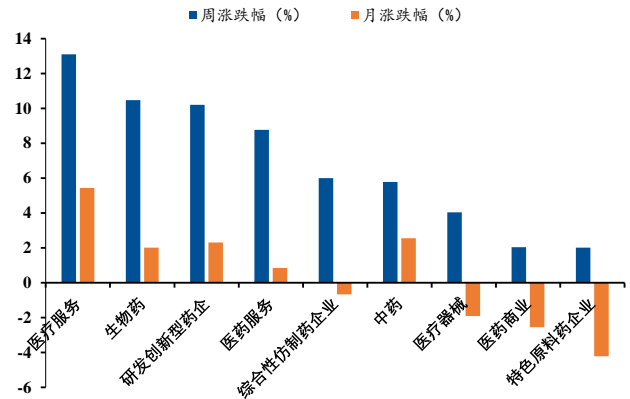
考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，本周所有板块均有明显上涨。其中医疗服务（上涨 13.1%）、生物药（上涨 10.5%）和研发型创新药企（上涨 10.2%）和医药服务（上涨 8.8%）上涨最为明显。具体看标的表现，医疗服务板块中爱博医疗受益骨科耗材集采价格预期降幅较为乐观上涨 39.45%拉动医疗服务板块涨幅较佳、生物药板块中西藏药业（上涨 28.3%）、康泰生物（上涨 17.3%，预计主要受益新冠疫苗即将紧急授权使用预期）表现最佳。创新药板块主要是复星医药公告将与 BioNTech 合资建厂以及进口 mRNA 疫苗获批上市预期带来 28.6%涨幅。医药服务板块中凯莱英（上涨 13.9%）、康龙化成（上涨 11.03%）、博腾股份（上涨 10.96%）均有不错表现，正如我们 CXO 板块 2020 年报和 2021 一季报业绩总结中提到的建议关注 CDMO 龙头业绩加速趋势。

图 10：本周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

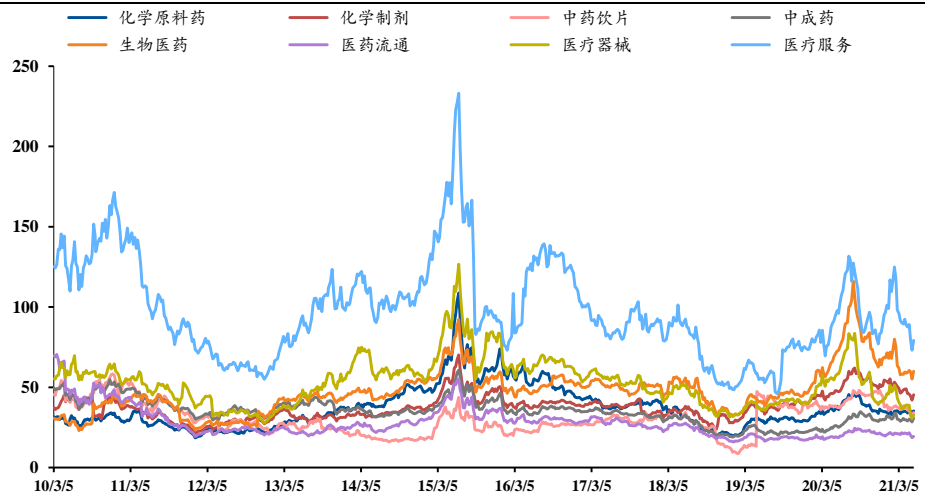
图 11：本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）



资料来源：Wind，浙商证券研究所（以上为浙商医药重点公司汇总）

本周医疗服务及生物医药板块估值提升最为明显。目前估值排名前三的仍然为医疗服务、生物医药及化学制剂，市盈率分别为 79 倍、60 倍、45 倍。

图 12：2010 年以来医药子行业估值变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

短期来看，春节后绩优白马股估值经历了大幅回调的行情。但长期来看，很多标的基本面优质、长期逻辑充分，其此前较高的估值在当前剧烈调整中易落入合理区间，带来投资机遇。我们建议关注具有中国优势、具备市场化、国际化竞争力的板块，具体而言，包括：

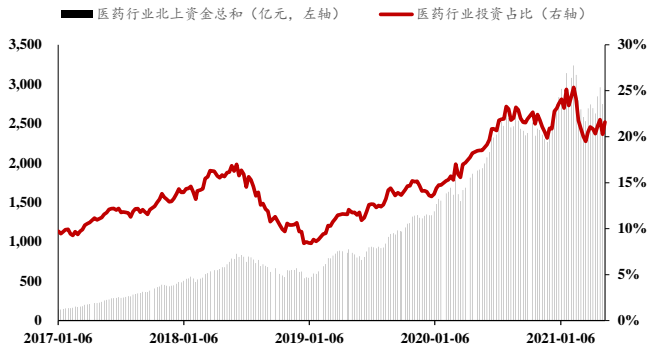
- 1、前瞻性布局景气赛道、坚持研发创新和持续提升产品全球竞争力的**创新器械企业**；
- 2、谈判降价背景下把握中国市场，且拥有全球视野和布局的**创新药企业**；
- 3、通过新产能、新业务加速拓展打破产业转移“共识”的**特色原料药企业**；
- 4、订单加速，行业景气背景下优势不断强化的**生产外包企业**；
- 5、疫情机遇与集采倒逼下中国制造优势加速体现并加快国际化进程的**出口器械企业**；
- 6、创新质量提升、服务赋能下龙头集中的**研发外包企业**；

4.3. 陆港通&港股通：龙头关注度更高

截至 2021 年 5 月 14 日，陆港通医药行业投资 2931 亿元，医药持股占陆港通总资金的 21.58%。各细分板块都保持了资金净流入，其中医疗服务、化学制药和生物制品板块

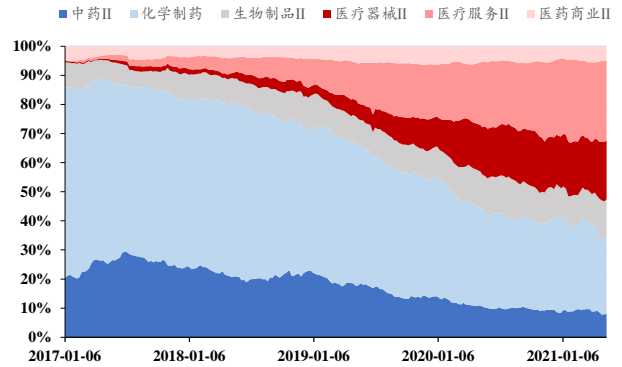
净流入金额分别为 46 亿、44 亿和 43 亿。我们认为，陆港通资金流向反映的是包括海外投资者在内的机构对医药各子板块的不同景气度预期，可以看到医疗服务、化学制药和生物制品板块受关注一直保持高位，在高估值的影响下波动较大。

图 13：2017-2021.5.14 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

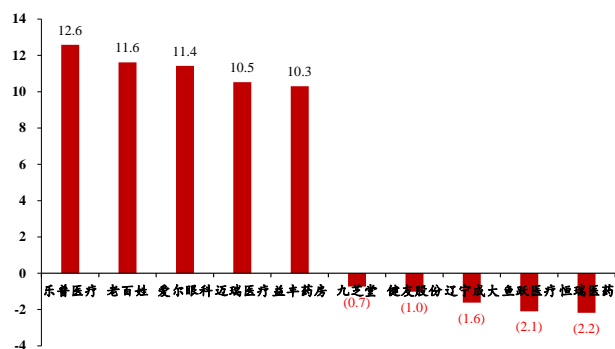
图 14：2017-2021.5.14 医药股北上资金布局子行业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

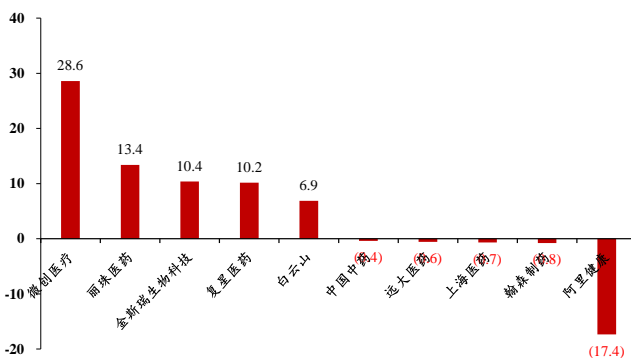
具体持仓标的上，2021 年 5 月 10 日至 5 月 14 日陆港通医药标的陆港通持股市值增长前 5 名分别为乐普医疗、老百姓、爱尔眼科、迈瑞医疗和益丰药房，市值下降幅度最大的 5 名分别为九芝堂、健友股份、辽宁成大、鱼跃医疗和恒瑞医药。港股通医药标的市值变动前 5 名分别为微创医疗、丽珠集团、金斯瑞生物科技、复星医药和白云山，后 5 名分别为中国中药、远大医药、上海医药、翰森制药和阿里健康。

图 15：2021.5.10-5.14 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名



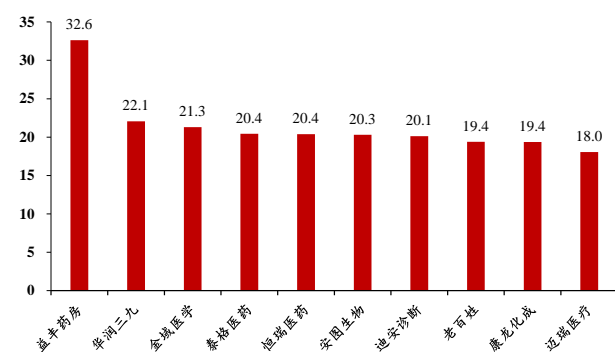
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：2021.5.10-5.14 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名



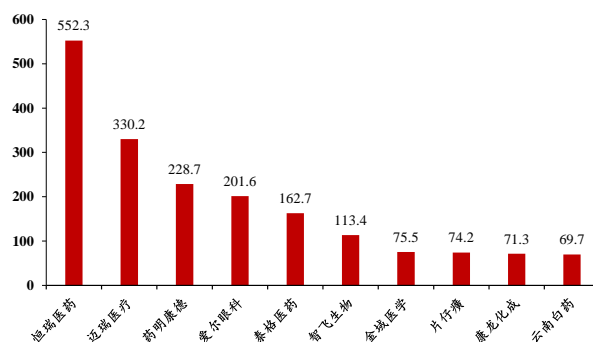
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：2021.5.10-5.14 陆港通医药股陆港通持股占比前 10



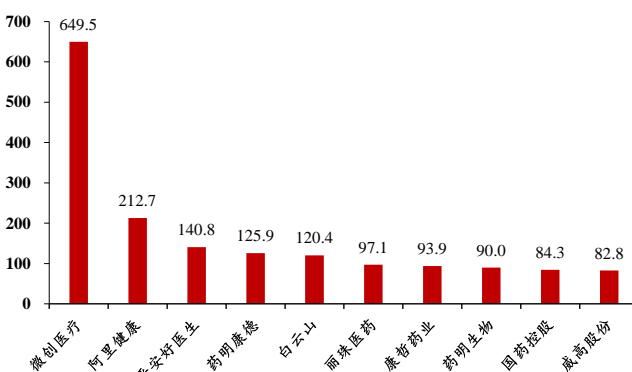
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：2021.5.10-5.14 陆港通医药股市值前 10 名



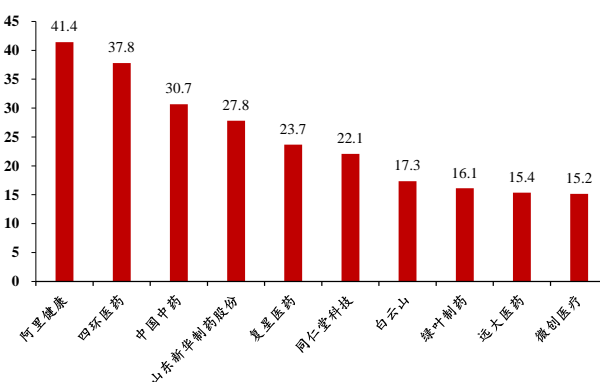
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：2021.5.10-5.14 港股通医药股市值前 10 名



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：2021.5.10-5.14 港股通医药股陆港通持股占比前 10



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.4. 限售解禁&股权质押情况追踪

近一个月来限售股解禁及股权质押情况变化：关注基本面因素外可能影响股价流动性和交易配置的因素。2021 年 4 月 26 日至 6 月 4 日，共有 32 家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁，其中贵州三力、新产业、万泰生物和吉贝尔等公司涉及解禁股份占流通股本比例较高。

在股权质押方面，汉森制药、海辰药业等公司第一大股东股权质押比例有所上升。

表 2：2021 年 4 月 26 日至 6 月 4 日医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁市值 (万元)	解禁股本占流通 A 股比例	解禁收益率 (%)
600566.SH	济川药业	2021-04-26	7,332.99	139,766.70	9.0%	-0.52
300981.SZ	中红医疗	2021-04-27	3,952.07	477,805.30		148.82
300529.SZ	健帆生物	2021-04-27	11.21	1,052.06	0.0%	
688221.SH	前沿生物-U	2021-04-28	440.74	6,787.38		-24.88
603439.SH	贵州三力	2021-04-28	12,154.36	213,187.43	298.3%	
603392.SH	万泰生物	2021-04-29	6,412.45	1,928,415.55	147.1%	
300573.SZ	兴齐眼药	2021-04-29	86.49	11,999.79	1.4%	
300702.SZ	天宇股份	2021-04-30	5.81	419.99	0.1%	
300642.SZ	透景生命	2021-04-30	19.52	1,323.92		
603127.SH	昭衍新药	2021-04-30	17.07	2,603.69	0.1%	
688366.SH	昊海生科	2021-04-30	760.00	103,352.40	19.3%	
603259.SH	药明康德	2021-05-07	19.91	2,848.74	0.0%	
603259.SH	药明康德	2021-05-10	63,378.46	9,278,606.35	42.9%	
300685.SZ	艾德生物	2021-05-12	57.98	4,835.69		
603259.SH	药明康德	2021-05-12	334.62	51,256.83		
603658.SH	安图生物	2021-05-12	2,037.58	229,186.55	4.7%	-25.59
300832.SZ	新产业	2021-05-12	10,991.04	1,285,951.68	266.8%	
600896.SH	*ST 海医	2021-05-13	7,634.13	33,666.50	8.8%	16.67
000597.SZ	东北制药	2021-05-13	4,402.70	22,365.72	3.4%	25.93
002923.SZ	润都股份	2021-05-13	183.95	3,386.52	1.3%	
300759.SZ	康龙化成	2021-05-13	150.93	25,696.46	0.5%	
300347.SZ	泰格医药	2021-05-13	37.98	5,927.74	0.1%	
300482.SZ	万孚生物	2021-05-13	683.82	63,971.32	2.8%	195.59
002007.SZ	华兰生物	2021-05-14	19.50	784.88	0.0%	
688217.SH	N 睿昂	2021-05-17	1,130.46			
688575.SH	N 亚辉龙	2021-05-17	3,313.30			
688566.SH	吉贝尔	2021-05-18	2,541.35	57,892.04	63.2%	
300685.SZ	艾德生物	2021-05-18	113.33	9,712.60	0.5%	
000650.SZ	仁和药业	2021-05-20	16,159.82	139,136.01	13.7%	66.86
002332.SZ	仙琚制药	2021-05-26	5,725.92	80,964.50	6.3%	
002940.SZ	昂利康	2021-05-27	594.68	18,227.00	13.6%	-33.74
688578.SH	艾力斯-U	2021-06-02	354.79	9,664.37	5.2%	19.84

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

表 3：本周医药公司前三大股东股票质押比例变动

公司简称	第一大股东 质押比例变化 (%)	第二大股东 质押比例变化 (%)	第三大股东 质押比例变化 (%)
汉森制药	9.3	0.0	0.0
海辰药业	3.1	0.0	0.0
国发股份	0.0	71.9	0.0
卫信康	0.0	28.1	0.0
新天药业	-0.9	0.0	0.0
贝达药业	-1.0	0.0	0.0
海思科	-3.1	6.3	0.0
智飞生物	-4.0	0.0	0.0
太安堂	-15.2	0.0	0.0
塞力斯	-45.9	0.0	0.0

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

5. 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>