

分化加剧，把握结构性机会

强于大市 (维持)

——医药生物行业投资策略报告

2021年06月17日

投资要点:

行业回顾：先抑后扬，分化加剧。2021年上半年（2021/1/1-2021/6/3）申万医药生物指数上涨7.77%，沪深300指数上涨0.84%，医药板块大幅跑赢沪深300指数6.93个百分点。从基本面角度来看，无论是工业统计数据还是上市公司财务数据，行业都呈现快速恢复好转的迹象。从估值来看，尽管整体行业的估值尚处合理区间，但是细分行业的估值分化非常明显。

2021年下半年行业趋势展望:

- 短期疫情对二级市场的影响在减弱。尽管疫情在全球范围依旧形式严峻，但是随着疫情防控措施的有效推广以及全球疫苗接种率的持续上升，疫情对市场的边际影响在减弱钝化。与疫情直接相关的防疫耗材、检测试剂设备等行业已经过了业绩的高点。新冠疫苗相对耗材、检测行业业绩爆发会滞后，目前全球范围内疫苗仍处于供不应求的紧缺状态。看好疫苗行业在后疫情时期会有持续表现。
- 中期行业集采政策持续高压，创新转型是出路。2021年上半年多条有关药品、耗材集采的文件出台，集采在下半年将会进一步落实。我们认为，集采已成国家医药基本政策之一，以医保为抓手根本上改变了制药企业（包括器械企业）的发展方向。仿制药企业不得不去完成质量评价以及削减营销费用。长期来看，仿制药将面临行业超额利润消失的情况，进一步倒逼企业向创新药转型。2021年下半年，集采的进一步推进将会给相关公司带来持续的业绩和估值压力。短期内行业未出清的情况下，建议规避政策风险较高的公司。
- 第三，从长期来看，人口结构变化对行业的影响深远。随着第七次人口普查数据公布，我国人口结构问题突出表现为老龄化程度加深和新生人口加速下滑。老龄化程度加深加重了社会保障尤其是医保的压力，低生育率又进一步减少了未来劳动人口以及缴纳社保人数。人口压力最终体现在行业层面就是国家对医保控费的进一步收紧，医药行业支付端被迫压缩，医保的支付总量将很难大幅增长。但是另一方面，从结构上来看，与老龄化相关的养老、康复、慢性病相关行业或将迎来长期的需求增长。

重点关注的方向和公司：1) 看好创新药及CXO产业链。国内创新药如火如荼，CXO作为创新药卖水人，具有确定性高增长。而国内行业同时享受海外订单转移和国内创新药热潮带来的需求，目前正处于景气周期的起点。重点推荐：**泰格医药、药明康德**；2) 看好国产创新器械。医疗器械市场空间大，牛股辈出。而国内医疗高端医疗器

行业相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

淡化短期扰动，重视基本面变化
业绩复苏明显，板块内部分化下，坚定看好
高景气度细分优质赛道
关注行业政策，把握细分领域窗口配置期

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：宣潇君

电话：15121028961

邮箱：xuanxj@wlzq.com.cn

研究助理：史玉琢

电话：13604455307

邮箱：shiyz@wlzq.com.cn

械被海外巨头占据，进口替代空间大。随着国产企业的研发投入和技术进步，国产创新医疗器械行业将有望冲击高端器械市场。重点推荐：**爱博医疗**；3）看好非医保内的医疗服务和医疗消费。医疗消费服务型公司同时具备医疗和消费双重属性。受众不局限于院内患者，因而所属行业通常市场空间广阔。产品和服务不在医保报销范围内，具有自主定价权，整体医疗服务消费市场正处于快速发展阶段。重点推荐：**爱尔眼科、智飞生物**。

风险因素：集采政策力度超预期、创新药创新器械研发失败。

正文目录

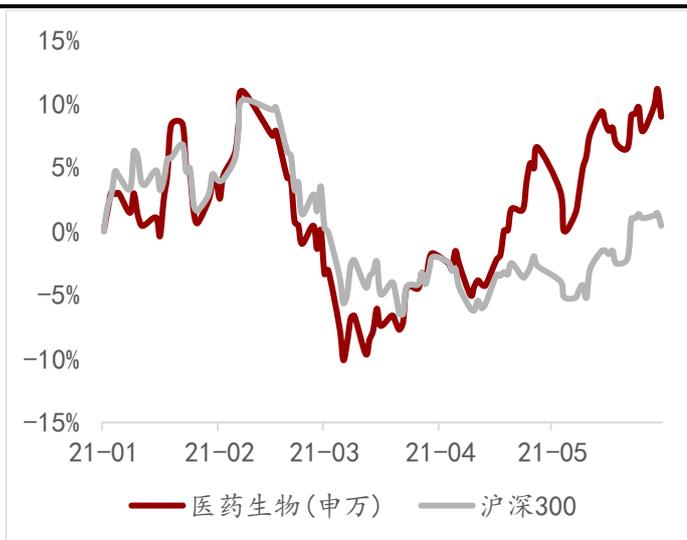
1 行业回顾：先抑后扬，分化加剧	4
1.1 2021 上半年医药行业整体表现较好.....	4
1.2 工业数据大幅好转.....	5
1.3 上市公司业绩亮眼.....	5
1.4 行业整体估值处于合理区间.....	6
2 下半年行业趋势展望	7
2.1 短期：疫情的边际影响逐渐减弱.....	7
2.2 中期：集采政策持续高压，创新转型是出路.....	9
2.3 长期：人口结构变化对行业影响深远.....	10
3 重点关注方向和公司	11
3.1 创新药及 CXO 产业链.....	11
3.2 创新医疗器械.....	15
3.3 非医保内的医疗服务和医药消费.....	16
4 风险提示	18
4.1 集采政策力度超预期.....	18
4.2 创新药和创新器械研发失败.....	18
图表 1: 2021H1 医药生物指数 VS 沪深 300 行情图.....	4
图表 2: 2021H1 申万一级行业涨跌幅.....	4
图表 3: 2021H1 医药子行业区间行情.....	4
图表 4: 医药制造业营业收入及同比增速.....	5
图表 5: 医药制造业利润总额及同比增速.....	5
图表 6: 2017-2021Q1 医药上市公司营业总收入.....	6
图表 7: 2017-2021Q1 医药上市公司归母净利润.....	6
图表 8: 申万医药指数 vs 沪深 300 指数估值 (PE-TTM).....	6
图表 9: 申万医药二级子行业估值 (PE-TTM).....	7
图表 10: 国内每日新增确诊新冠患者.....	8
图表 11: 全球每日新增确诊患者.....	8
图表 12: 国内疫苗接种剂量 (万).....	8
图表 13: 全球疫苗接种率 (单剂/100 人).....	8
图表 14: 药品集采政策.....	9
图表 15: 我国人口年龄结构图(2020 年).....	10
图表 16: 我国人口年龄结构图(2035 年).....	10
图表 17: 1990-2020 每年出生人口数.....	11
图表 18: 2018-2021 年国产获批 1 类新药.....	11
图表 19: 2020 年医药行业研发支出 Top 10.....	14
图表 20: 2011-2024E 全球医疗器械市场规模.....	15
图表 21: 2014-2022E 中国医疗器械市场规模.....	15
图表 22: 2020 年医疗器械上市公司研发投入 Top 20.....	15
图表 23: 城镇居民可支配收入 (元).....	16
图表 24: 2011-2020 中国口腔医疗服务市场规模 (亿).....	17
图表 25: 2020 年中美日韩人均口腔消费支出.....	17

1 行业回顾：先抑后扬，分化加剧

1.1 2021 上半年医药行业整体表现较好

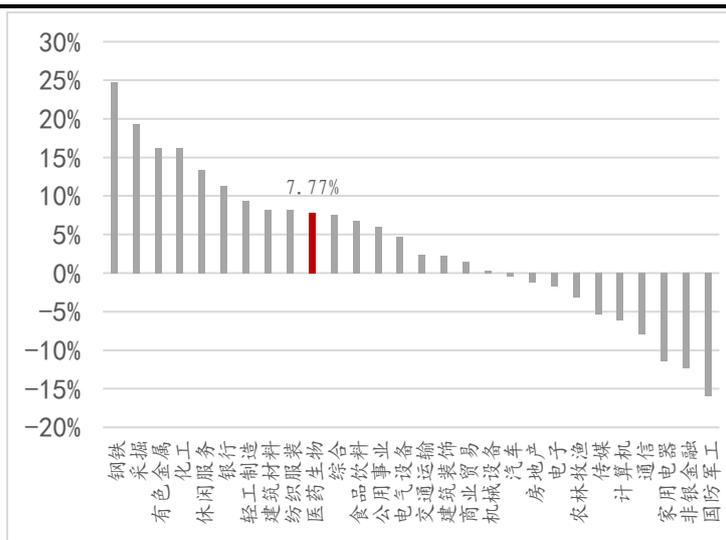
医药板块先抑后扬，明显跑赢沪深300指数。2021年上半年（2021/1/1-2021/6/3）申万医药生物指数上涨7.77%，沪深300指数上涨0.84%，医药板块大幅跑赢沪深300指数6.93个百分点。上半年医药指数呈现先抑后扬的走势，春节后整个板块跟随市场出现大幅回调。但是进入3月份后，随着财报的发布，医药行业靓丽的业绩提振了市场信心，板块随后止跌反弹收复此前跌幅。从申万一级行业横向对比来看，医药生物板块涨幅在28个一级子行业中排名第10。

图表1: 2021H1医药生物指数VS沪深300行情图



资料来源: Wind, 万联证券研究所

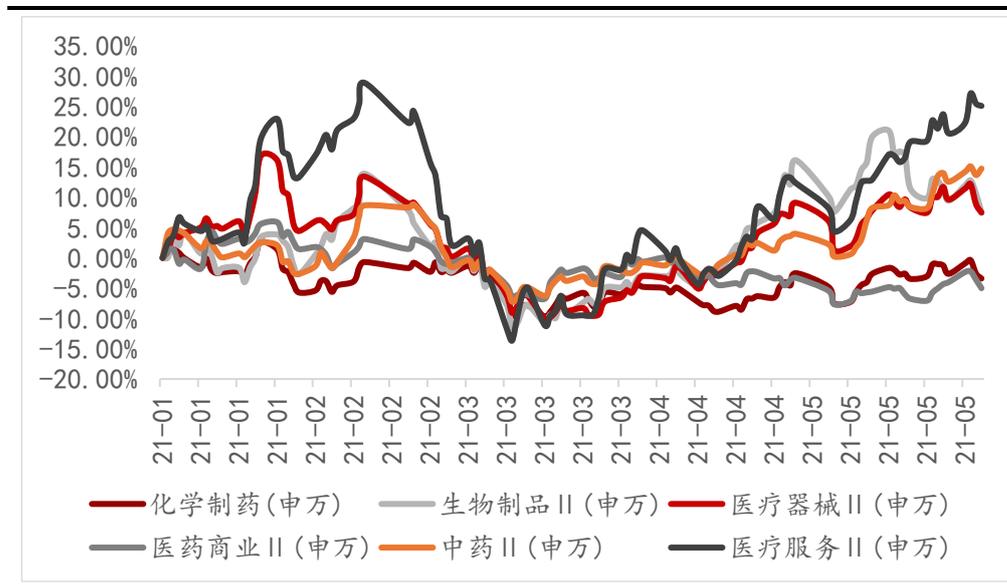
图表2: 2021H1申万一级行业涨跌幅



资料来源: Wind, 万联证券研究所

二级子行业表现分化。从申万二级子行业来看，6个子行业整体趋势和行业指数相似，都表现为先抑后扬。其中，医疗服务、医疗器械、生物制品板块明显波动幅度较大，在年初的上涨中表现较好，但在回调中也曾大幅快速下跌。中药板块受益于国家大力发展中医药的政策消息，相较往年有不错的涨幅。而化学制药、医药商业板块则是持续受政策压制，是唯一下跌的两个子行业，分别下跌3.4%、5.01%。

图表3: 2021H1医药子行业区间行情

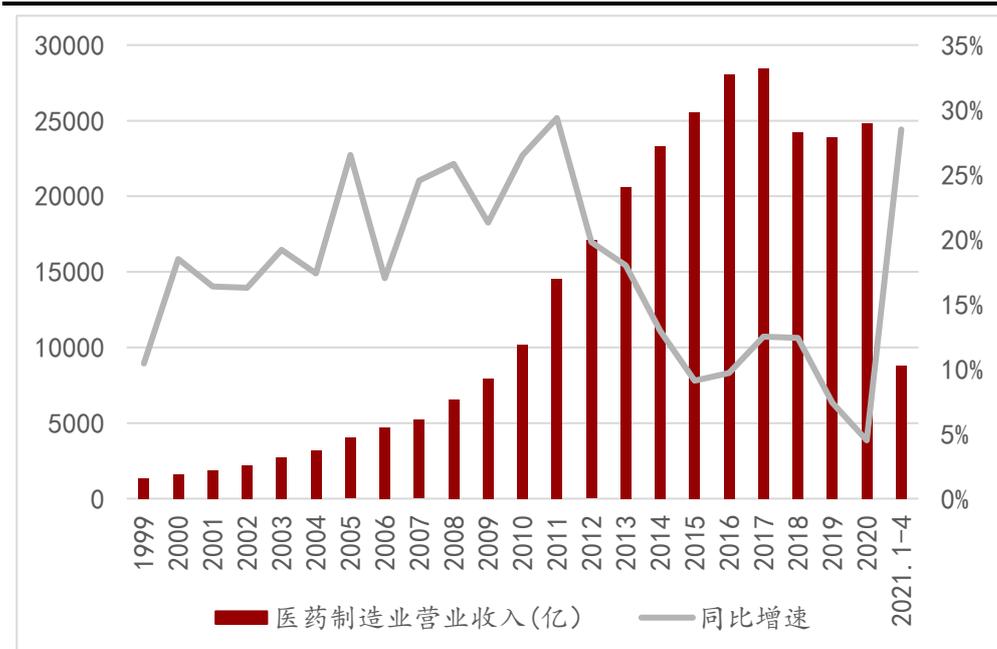


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.2 工业数据大幅好转

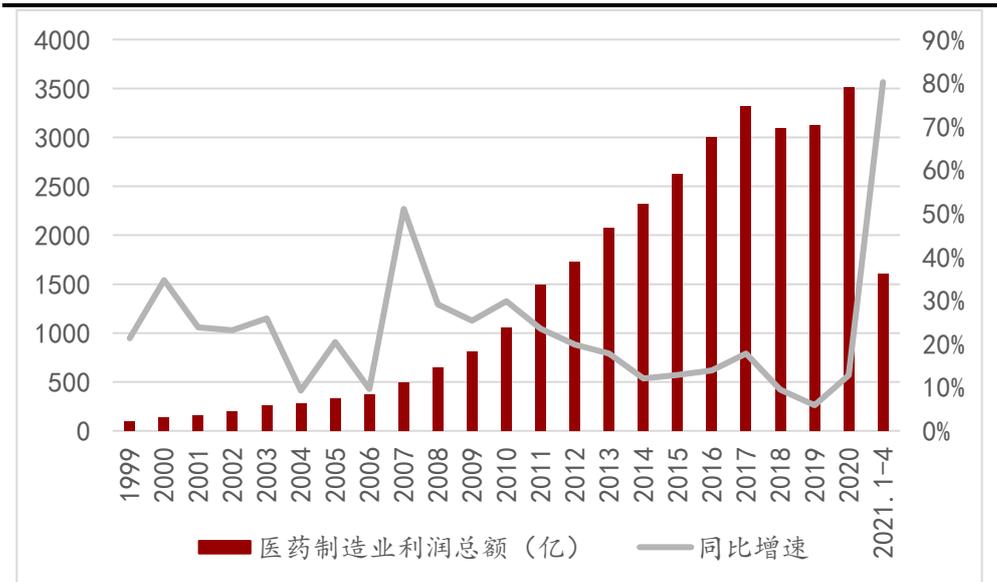
医药工业数据大幅好转。根据国家统计局数据,2021年1-4月,全国规模以上医药制造业企业实现营业收入8774亿元,同比增长29%;实现利润总额1611亿元,同比增长80%。考虑到去年同期为国内疫情影响最严重的时期,高增长很大一部分原因是低基数效应。但是我们通过对比2019年的同期数据(营收7994亿元,利润总额999亿元),也可以确认医药工业基本已经完全从疫情影响中恢复,进入了正常的轨道。

图表4: 医药制造业营业收入及同比增速



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

图表5: 医药制造业利润总额及同比增速



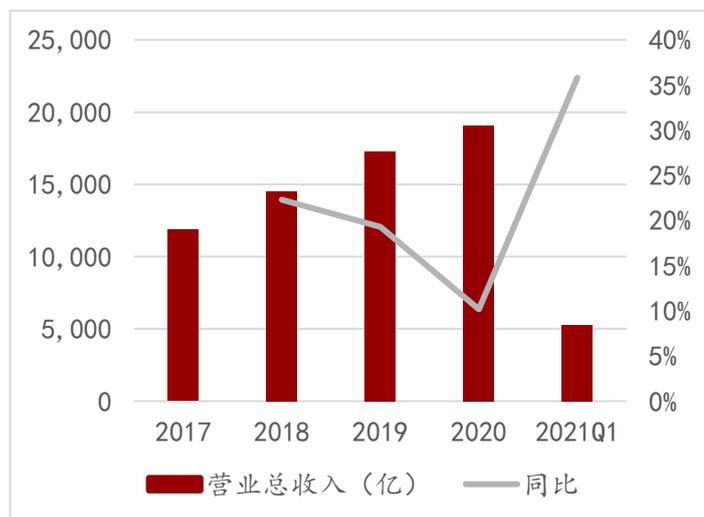
资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

1.3 上市公司业绩亮眼

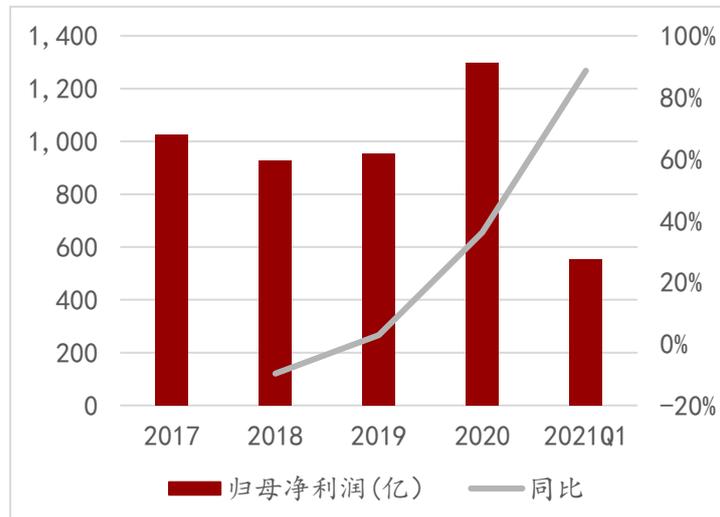
上市公司财务数据亮眼, 行业高景气度持续。从医药上市公司发布的2020年年报及

2021年一季报数据来看，行业整体恢复较快，2021年Q1医药板块上市公司合计实现营业收入5252亿元，同比增长36%；实现归母净利润555亿元，同比增长89%。高增长主要是疫情对开工的负面影响已经基本完全消除，而带来的相关医疗需求却在持续。利润增速远超收入增速很大一部分原因也是疫情受益，相关公司的产品产量销量在增加，而投入的销售费用没有同步上升。

图表6: 2017-2021Q1医药上市公司营业总收入



图表7: 2017-2021Q1医药上市公司归母净利润



资料来源: Wind, 万联证券研究所

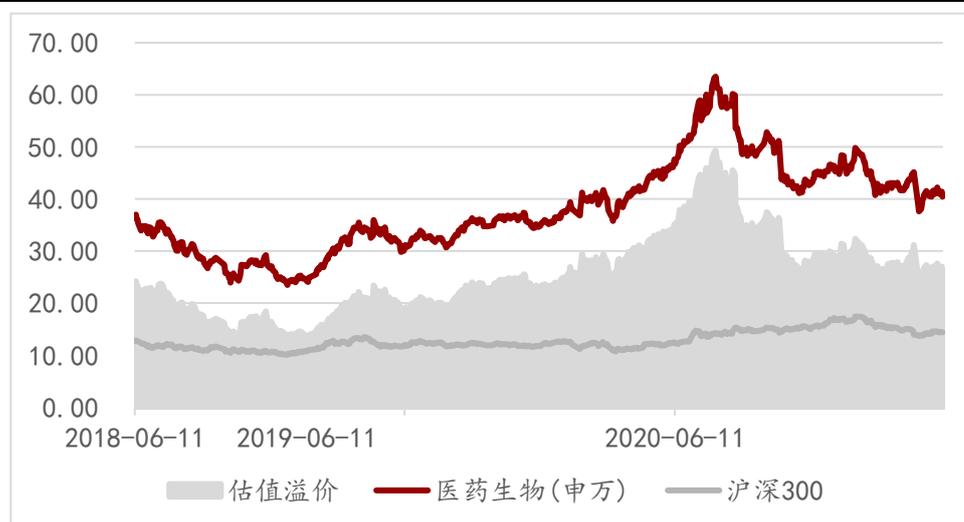
资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.4 行业整体估值处于合理区间

截至2021年6月8日，申万医药指数整体估值40.45倍 (PE, TTM)，同期沪深300指数估值14.36倍。从医药行业的历史估值来看，当前指数的估值处于相对合理的区间范围内。近3年医药行业指数最低估值为2018年10月，最低点接近24倍PE；最高估值为去年8月，高点估值接近64倍PE。纵向对比沪深300指数，当前医药指数较沪深300指数的估值溢价也处于波动区间中部。

但是，另一方面我们也要考虑到医药行业受益于疫情的特征，行业内的很多公司在疫情期间取得了超出往年数倍的利润，如耗材试剂、检测服务、医疗器械等。多数公司疫情相关的业绩具有不可复制性。因此，我们对于板块整体的估值要淡化处理，更多的关注细分行业和个股的估值是否合理。

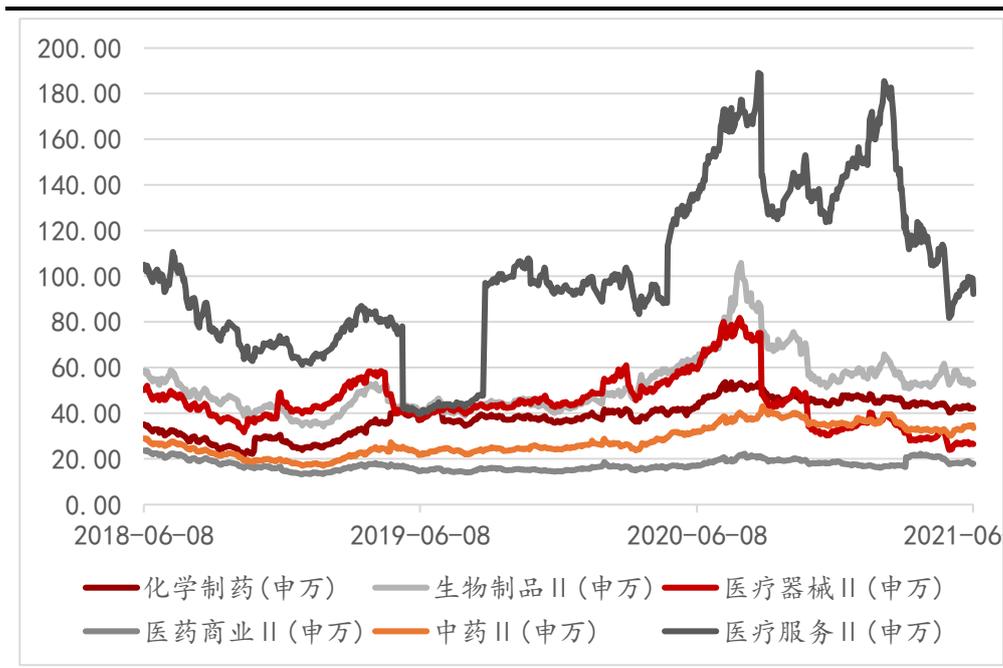
图表8: 申万医药指数vs沪深300指数估值 (PE-TTM)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

从二级子行业来看, 各个行业间的估值分化非常明显。2021年年后受抱团股整体回调影响, 以医疗服务为代表的高估值板块估值快速回落, 叠加年报业绩发布后的估值下降, 目前估值已经调整至中枢位置。其他板块估值同样有一定程度的回落调整。截至2021年6月8日, 以PE-TTM估值计算, 各子行业由高到低分别为医疗服务92.3X、生物制品52.9X、化学制药42.2X、中药33.4X、医疗器械26.6X、医药商业18.0X。板块间的估值分化明显。

图表9: 申万医药二级子行业估值 (PE-TTM)



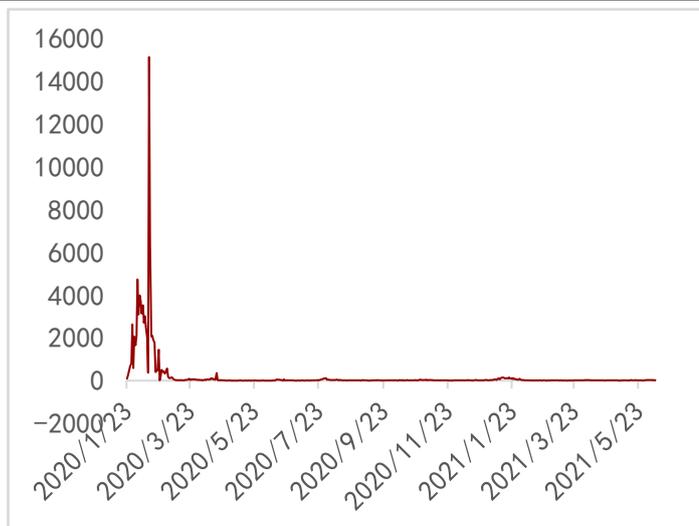
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 下半年行业趋势展望

2.1 短期: 疫情的边际影响逐渐减弱

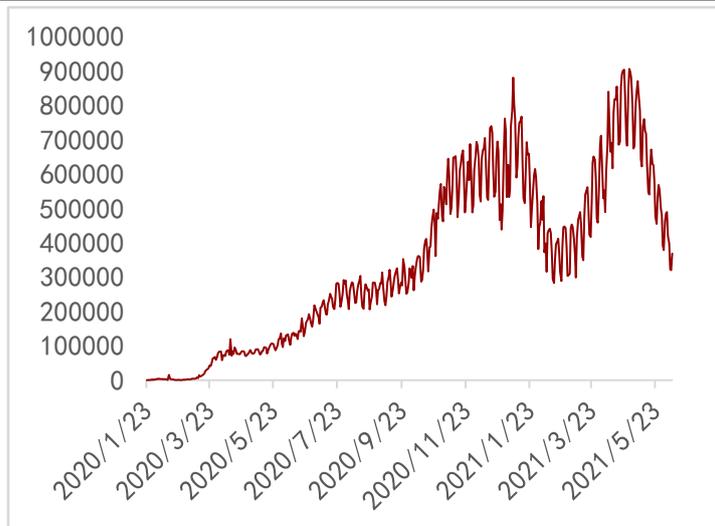
国内疫情偶发可控, 海外依旧形势严峻。尽管近期国内广州、深圳等地出现新冠确诊病例, 但是受益于国内严格有效的防控手段, 疫情整体呈现局部偶发的态势, 并不太可能形成扩散趋势。而全球新增确诊患者数在经历了一波高峰后逐渐缓和, 但是绝对数值依旧接近30万每天, 形势依旧十分严峻。尤其是近期印度的大规模爆发给全球抗疫带来了更多的不确定性。

图表10: 国内每日新增确诊新冠患者



资料来源: Our world in data, 万联证券研究所

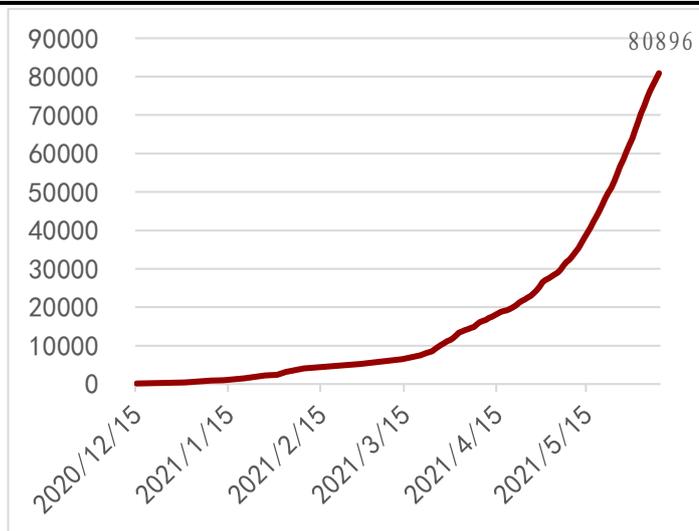
图表11: 全球每日新增确诊患者



资料来源: Our world in data, 万联证券研究所

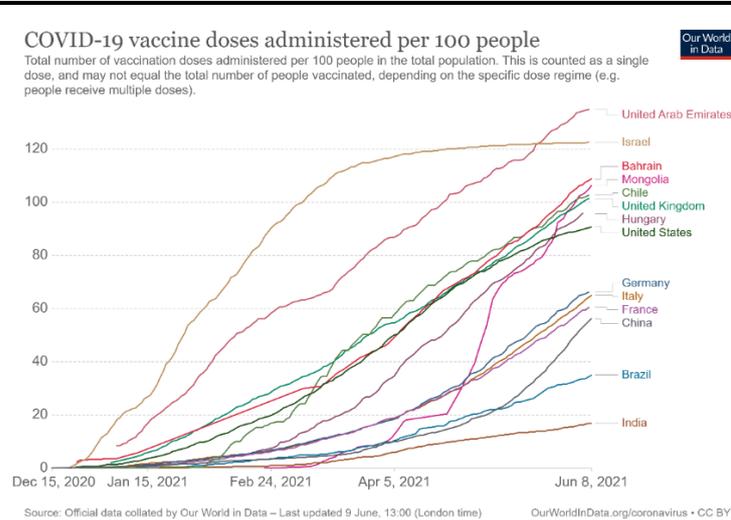
疫苗接种率持续上升。截至2021年6月8日,全国累计接种新冠病毒疫苗80896.2万剂。随着疫苗接种宣传工作以及疫苗产能扩张,疫苗接种速度将进一步提升。尤其是近期各地散发的局部疫情,对于普通民众接种疫苗的意愿有很积极的促进作用。预计国内疫苗接种率(完成两针接种)有望在较短时间内达到群体免疫标准。全球范围内,发达国家疫苗接种率也在快速提升中,但是相对落后地区的疫苗接种受制于技术和产能,短期内疫苗接种率难以达到群体免疫的要求。疫苗紧缺或将随着产能扩增后有所改善。

图表12: 国内疫苗接种剂量(万)



资料来源: Our world in data, 万联证券研究所

图表13: 全球疫苗接种率(单剂/100人)



资料来源: Our world in data, 万联证券研究所

总体来看,尽管新冠疫情在全球范围依旧形式严峻,但是随着疫情防控措施的有效推广以及全球疫苗接种率的持续上升,我们进入了真正意义上的后疫情时期。

从疫情对医药行业的投资机会影响来看,与疫情直接相关的防疫耗材、检测试剂设备等行业已经过了业绩的高点。即使存在长尾需求,业绩相较高点下滑也会持续压制相关股票的估值,因此后续要谨慎对待。

新冠疫苗相对耗材、检测行业业绩爆发会滞后一些,目前全球范围内疫苗仍处于供不应求的紧缺状态。此外,新冠病毒变异会持续产生疫苗更新换代需求,新冠疫苗或将

成为类似流感病毒一样长期定期接种的疫苗品种。因此我们看好疫苗行业在后疫情时期会有持续表现。

2.2 中期：集采政策持续高压，创新转型是出路

高层定调，集采政策持续密集发布。

2021年1月28日，国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》(国办发〔2021〕2号)。《意见》明确，重点将基本医保药品目录内用量大、采购金额高的药品纳入采购范围，逐步覆盖各类药品。常态化、制度化地推进药品集中带量采购，完善价格形成机制，引导药品价格合理回归，惠及广大人民群众。

2021年6月2日，上海阳光医药采购网正式发布第五批全国集采的公告。本次采购共有58个品种，137个品规入围。包括肿瘤化疗药物、消化制剂、抗生素、吸入制剂、造影剂、糖尿病药物、眼科相关用药、抗病毒用药等众多领域；涉及辉瑞、拜耳、阿斯利康、勃林格殷格翰、恒瑞、正大天晴、石药集团、四川科伦等大型药企。

2021年6月7日，经国务院同意，国家医保局联合国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、国家卫生健康委、市场监管总局、国家药监局、中央军委后勤保障部印发《关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见》，为开展国家组织高值医用耗材集中带量采购提供总体规范和要求。指导意见对高值耗材集中采购的覆盖范围、采购规则、保障措施、医保政策作出了明确要求。

图表14：药品集采政策

时间	政策	内容
2018年12月17日	4+7 试点	11个城市，25个品种，拟中选价平均降幅52%。
2019年9月24日	全国扩围	全国范围，拟中选企业45家，拟中选产品60个。与联盟地区2018年最低采购价相比，拟中选价平均降幅59%；与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅25%。
2020年1月17日	第二轮集采	全国范围，32个品种采购成功，100个产品中选，拟中选企业77家，拟中选价平均降幅53%。
2020年8月20日	第三轮集采	全国范围，55个品种采购成功，拟中选企业125家，拟中选产品191个，拟中选产品平均降价53%
2021年2月3日	第四轮集采	全国范围，45个品种采购成功，拟中选药企118家，拟中选产品158个，拟中选药品平均降价52%。
2021年6月2日	第五轮集采	全国范围，入围产品58个，6月23日接收申报材料。

资料来源：上海阳光医药采购网，万联证券研究所

集采大幅节约医保费用，降低患者负担。根据国家医保局的解读数据，前三批国家组织药品集采共涉及112个品种，中选产品价格平均降幅达到了54%。截至2020年，实际采购量已经达到协议采购量的2.4倍，节约费用总体上超过了1000亿元，有效降低了患者负担，提高了群众用药的可及性。地方按照国家组织集中采购的基本规则，同时开展药品集中带量采购工作，省级集采累计达到259个品种，每年可节约费用达到240亿元。

我们认为，集采已成国家医药基本政策之一，将长期深刻影响医药行业发展。

策以医保为抓手，根本上改变了制药企业（包括器械企业）的发展方向。在过去很长一段时间国内仿制药一直存在高销售费用、质量参差不齐、占医保费用高等问题。在仿制药一致性评价+国家带量采购的政策之下，仿制药企业不得不去完成质量评价以

及削减营销费用。长期来看，仿制药将面临行业超额利润消失的情况，这又进一步倒逼企业向创新药转型。

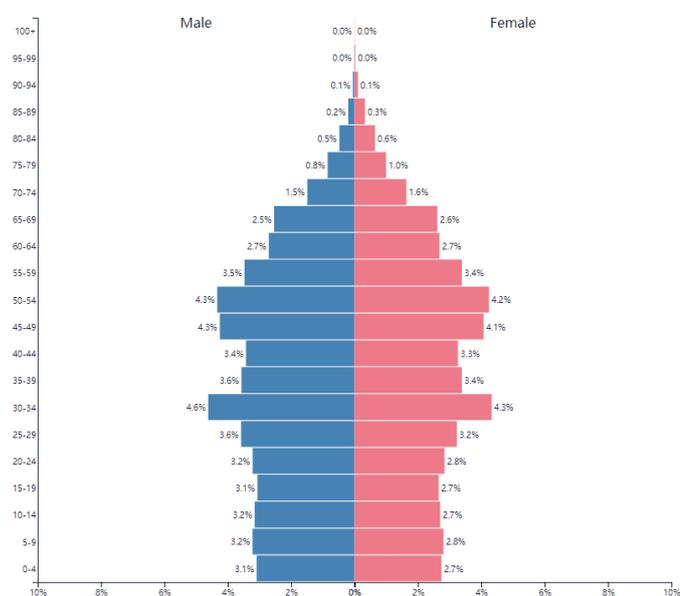
展望2021年下半年，集采的进一步推进将会给相关公司带来持续的业绩和估值压力。短期内行业未出清的情况下，建议规避政策风险较高的公司。

2.3 长期：人口结构变化对行业影响深远

2021年5月11日，第七次全国人口普查数据公布。根据最新人口普查数据，2020年全国人口共141178万人，相比2010年增加7206万，年平均增长率为0.53%，人口总量10年来保持低速增长态势。但是在总量增长的背后，突出的是人口结构的问题，具体表现为人口老龄化进一步加深以及新生人口持续下降。

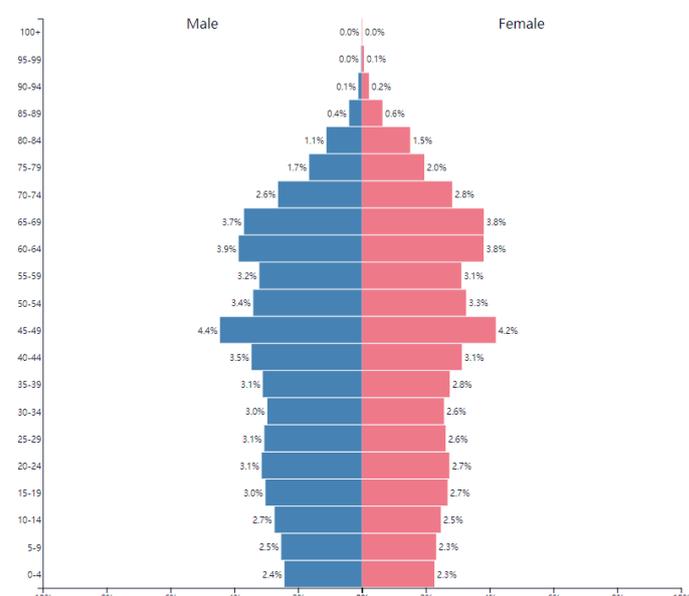
1) 人口老龄化程度进一步加深。2021年，我国65岁以上老年人1.91亿，占总人口13.50%。到2035年，预计65岁以上老年人将达到3.02亿人，占比20.68%。老年人口占比将在未来10-20年快速上升，对社会的各个方面都将产生深远影响。

图表15: 我国人口年龄结构图(2020年)



资料来源: PopulationPyramid, 万联证券研究所

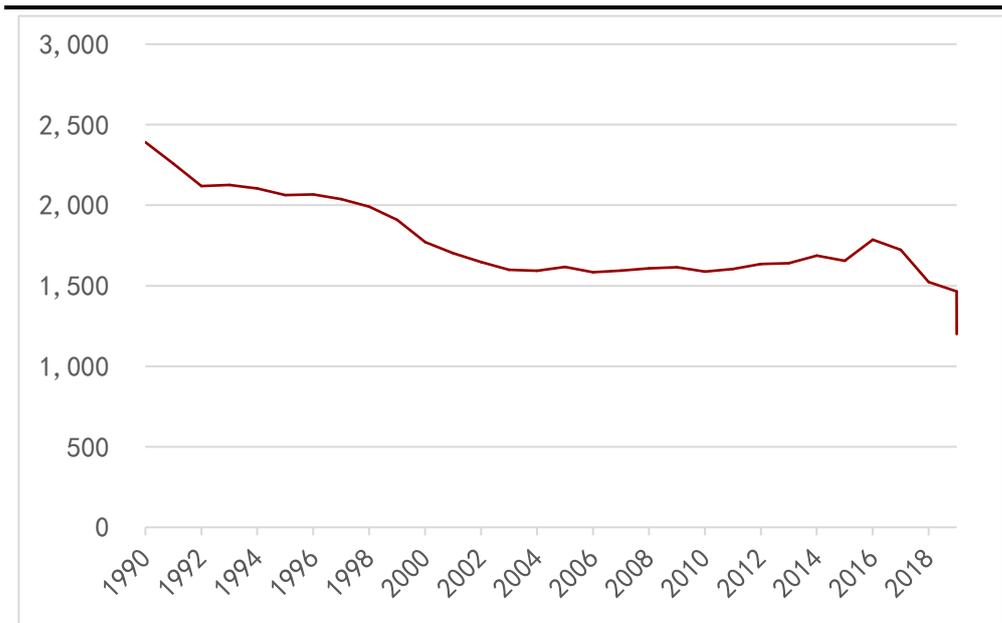
图表16: 我国人口年龄结构图(2035年)



资料来源: PopulationPyramid, 万联证券研究所

2) 新生儿人口进一步下滑。2020年我国出生人口1200万，同比下降18.1%，数量持续走低。根据国家统计局数据，我国在2018年和2019年的总和生育率分别为1.495和1.47。2020年我国育龄妇女总和生育率为1.3，已经处于较低水平。新生儿人口下滑主要与育龄妇女人数减少、生育意愿下降等多种复杂因素有关，其中影响最大的莫过于高房价、高教育成本挤压了消费空间，导致年轻一代的生育意愿下降。尽管国家5月31日宣布放开三胎政策，但是三胎数量依旧无法弥补新生儿人口下滑数量。

图表17: 1990-2020每年出生人口数



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

人口结构的变化影响医药行业的总量和结构。首先, 老龄化程度加深加重了社会保障尤其是医保的压力, 低生育率又进一步减少了未来劳动人口以及缴纳社保人数。这种压力最终体现在行业层面就是国家对医保控费的进一步收紧, 医药行业支付端被迫压缩, 医保的支付总量将很难大幅增长。但是另一方面, 从结构上来看, 与老龄化相关的养老、康复、慢性病相关行业或将迎来长期的需求增长。

3 重点关注方向和公司

3.1 创新药及CXO产业链

政策改革效果初显, 国产创新如火如荼。国产创新药近两年的快速发展, 一方面是仿制药受政策影响较大, 传统药企不得不转型投研发做创新药; 另一方面, 在鼓励性政策上, 国家对创新药的审批流程进行了大刀阔斧的改革, 包括优先审批、加速审批等通道, 大大加快了国产创新药的上市节奏。同时在支付端开展创新药进医保谈判, 对创新药进医保的价格相较仿制药有明显让步。

2018年以来, 国内获批的国产1类创新药数量总计40个, 其中2018-2020以及2021年上半年分别获批数量为9、9、13、8个, 呈现加速趋势。获批上市的适应症主要集中在抗肿瘤、抗感染、慢性病等领域, 其中不乏PD-1、ADC这种热门的国际研究前沿靶点。从申请的公司来看, 一个明显的趋势就是越来越多的biotech类公司开始崭露头角, 如信达生物、百济神州、荣昌生物等公司都是在港股上市的新兴生物制药公司。

图表18: 2018-2021年国产获批1类新药

药品品种	适应症	靶点	公司	获批时间	审批政策
重组细胞因子基因衍生蛋白	乙肝	IFNAR	杰华生物	2018.04	重大专项
艾博卫泰	HIV	p41	前沿生物	2018.05	优先审评、重大专项
安罗替尼	肺癌	VEGFR、PDGFR等	正大天晴	2018.05	优先审评、特殊审评

丹诺瑞韦钠	丙肝	NS3/4A	歌礼生物	2018.06	优先审评、特殊审评
吡咯替尼	乳腺癌	EGFR/HER1、HER2、HER4	恒瑞	2018.08	优先审评、特殊审评、重大专项
呋喹替尼	结直肠癌	VEGFR	和记黄埔	2018.09	优先审评
特瑞普利单抗	黑色素瘤	PD-1	君实	2018.12	优先审评
罗沙司他	慢性肾脏病	HIF-PH	珐博进	2018.12	优先审评、特殊审评
信迪利单抗	霍奇金淋巴瘤	PD-1	信达	2018.12	优先审评
卡瑞利珠单抗	霍奇金淋巴瘤	PD-1	恒瑞	2019.05	
聚乙二醇洛塞那肽	2型糖尿病	GLP-1	豪森	2019.05	优先审评
本维莫德	银屑病		冠昊生物	2019.05	优先审评
可利霉素片	上呼吸道感染		同联制药	2019.07	特殊审批、优先审评
甘露寡糖二酸	阿尔茨海默症	多靶点	绿谷制药	2019.11	优先审评
替雷利珠单抗	霍奇金淋巴瘤	PD-1	百济神州	2019.11	优先审评
甲磺酸氟马替尼	慢性髓性白血病	酪氨酸酶抑制剂	豪森	2019.11	优先审评
甲苯磺酸瑞马唑仑	常规胃镜检查	GABAa	恒瑞	2019.12	优先审评
对甲苯磺酸尼拉帕利胶囊	上皮性卵巢癌	PARP 抑制剂	再鼎	2019.12	优先审评
盐酸可洛派韦胶囊	基因 1、2、3、6 型慢性丙肝	NS5A	凯因科技	2020.02	优先审评
苯环喹溴铵鼻用喷雾剂	变应性鼻炎	mAChR	银谷制药	2020.03	优先审评
甲磺酸阿美替尼片	局部晚期或转移性非小细胞肺癌	EGFR T790M	豪森	2020.03	优先审评
重组结核杆菌融合蛋白 (EC)	结核杆菌感染诊断		智飞龙科马	2020.04	
泽布替尼胶囊	慢性淋巴细胞白血病 (CLL) / 小淋巴细胞淋巴瘤 (SLL)	BTK	百济神州	2020.06	优先审评
注射用苯磺酸瑞马唑仑	结肠镜检查的镇静	GABAa	人福	2020.06	
盐酸拉维达韦片	基因 1b 型慢性丙肝	NS5A	歌礼药业	2020.07	优先审评
依达拉奉右旋莖醇注射液	急性缺血性脑卒中		先声东元制药	2020.07	
盐酸恩莎替尼胶囊	ALK 阳性非小细胞肺癌	ROS1/ALK/c Met	贝达	2020.11	优先审评

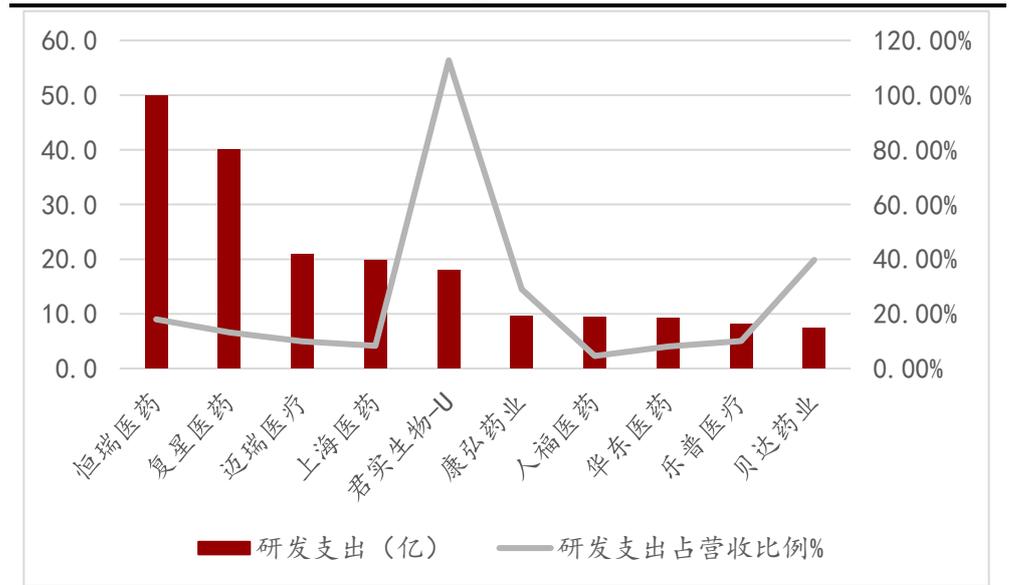
氟唑帕利胶囊	卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	PARP	恒瑞	2020.12	优先审评
环泊酚注射液	消化道内镜诊断和治疗镇静和/或麻醉	GABAa、钠通道	海思科	2020.12	优先审评
磷酸依米他韦胶囊	基因1型非肝硬化慢性丙肝	NS5A	东阳光	2020.12	优先审评
奥布替尼片	套细胞淋巴瘤、CLL/SLL	BTK	诺诚健华	2020.12	优先审评
索凡替尼胶囊	非胰腺神经内分泌瘤	VEGFR、FGFR1	和黄医药	2021.01	优先审评
甲磺酸伏美替尼片	非小细胞性肺癌(NSCLC)	EGFR	艾力斯医药	2021.03	优先审评
注射用泰它西普	系统性红斑狼疮(SLE)	BLyS、APRIL	荣昌生物	2021.03	优先审评
优替德隆注射液	复发或转移性乳腺癌		华昊中天	2021.03	优先审评
帕米帕利胶囊	复发性晚期卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	PARP-1和PARP-2	百济神州	2021.05	优先审评
康替唑胺片	复杂性皮肤和软组织感染	功能性70S起始复合体	盟科药业	2021.06	优先审评
甲苯磺酸多纳非尼片	不可切除肝细胞癌患者	多靶点	泽璟生物	2021.06	优先审评
注射用维迪西妥单抗	局部晚期或转移性胃癌	HER2蛋白	荣昌生物	2021.06	优先审评

资料来源: NMPA, 万联证券研究所

当前创新药投资难度较大。国产创新药相较以往有大幅进步,但是展望2021年下半年,我们认为当前时点投资创新药的难度很大。一方面,从创新的质量来说,国产创新药主要集中在已经被验证的靶点,更多的是fast follow策略而非真正意义上的原创。这种创新很容易出现热门靶点扎堆,竞争格局变差的情况,典型的如PD-1赛道。叠加生物药集采的预期,投资该类创新药公司风险较大。另一方面,受市场水涨船高的影响,当前时点创新药公司估值普遍偏高,投资的预期收益率大打折扣。

CXO受益于创新药研发热潮,确定性更高。CXO作为创新药研发带动的相关研发外包产业链,具有“卖水人”的优势,业绩确定性高。只要行业的整体研发投入在持续增加,CXO行业的高景气度就会延续。而且国内CXO行业同时受益于海外订单转移和国内创新药热潮,当前正处于长景气周期的起点。长期来看,国内创新药才处于刚刚起步的前期,未来5-10年都将是创新药大放异彩的时代,CXO行业将长期受益。

图表19: 2020年医药行业研发支出Top 10



资料来源: Wind, 万联证券研究所

重点推荐公司: 泰格医药 (300347)

推荐理由: 1) 临床CRO行业规模大, 竞争格局好。从新药研发的各个阶段来看, 临床研究因为需要大量招募受试者做临床试验, 通常耗费的时间和资金是新药研发过程中占比最大的环节。泰格医药作为国内最大的临床CRO服务公司, 目前市占率约12%, 未来有望继续提升市场, 享受整个临床CRO行业的增长红利。2) 临床CRO需求旺盛, 而高质量的临床试验机构较为稀缺。2020年CDE公示临床试验总数为2547项, 预计随着越来越多的创新药从临床前阶段进入临床试验, 临床试验总数仍将快速增长, 临床CRO行业景气度持续高涨。3) 新增订单持续, 短期业绩确定性高。2020年公司新增合同金额55.36亿元, 同比增长30.86%, 累计待执行合同金额72.6亿元, 同比增长44.88%。充沛的在手订单为公司未来3年的业绩增长提供了保证。

盈利预测: 预计2021-2023年, 公司实现归母净利润19.80/20.76/24.16亿元, 对应EPS为2.27/2.38/2.77元, 对应2021/6/16股价PE为78.4/74.8/64.3倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 创新药研发投入不及预期, CRO行业竞争加剧。

重点推荐公司: 药明康德 (603259)

推荐理由: 1) 一体化全产业链布局的CRO龙头。一体化和平台化是CRO行业发展的必然趋势, 海外CRO龙头已经验证了这条发展路径。目前国内能真正实现从临床前到临床再到CMO/CDMO生产全产业链服务的企业只有药明康德一家。公司现有业务包括中国区实验室服务、CMO/CDMO、美国区实验室服务、临床研究及其他CRO服务, 服务范围覆盖了概念产生到商业化生产的整个流程。2) 稳定且持续增长的客户群。公司坚持“长尾战略”, 不断拓展海内外新客户, 丰富公司的客户来源, 减少对单一及头部客户的依赖。3) 稳定的人才团队。CRO是以人为本的行业, 对人才的发掘、培养、留存直接决定了公司业务稳定性。作为国内最大的CRO公司, 公司在人才待遇方面一直处于行业高水准, 2020年公司技术人员共18684名。

盈利预测: 预计2021-2023年, 公司实现归母净利润35.75/46.14/58.53亿元, 对应EPS为1.22/1.57/1.99元, 对应2021/6/16股价PE为111.9/86.7/68.4倍, 维持“增持”评级。

风险提示：创新药研发投入不及预期，CRO行业竞争加剧。

3.2 创新医疗器械

国内医疗器械市场处于高速成长阶段。从全球整体市场来看，医疗器械行业目前进入了相对的成熟期，在市场规模巨大的基础上维持着稳定的增速。2020年全球医疗器械市场规模为4838亿美元，同比增长5.77%；中国医疗器械市场规模为7341亿元，同比增长16.8%，增速明显高于全球水平，预计到2022年国内市场规模可达到9582亿元，未来成长可期。

图表20: 2011-2024E全球医疗器械市场规模



图表21: 2014-2022E中国医疗器械市场规模

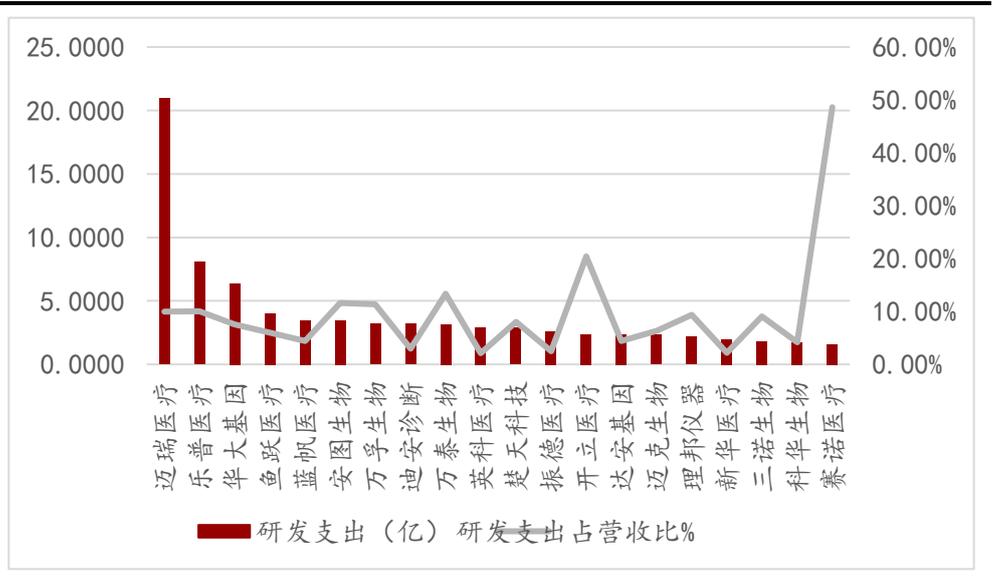


资料来源: Evaluate MedTech, 万联证券研究所

资料来源: Evaluate MedTech, 万联证券研究所

国产医疗器械进口替代空间大。国内医疗器械公司以中小型企业为主，主要从事低附加值的医疗耗材领域。在高端医疗器械领域仍是外资巨头主导市场。不过随着国内企业研发投入和技术发展，已经有越来越多的国产医疗器械企业向高端市场进军，部分龙头企业甚至在全球医疗器械市场也占有一席之地。例如冠脉支架行业，国产企业进口几乎完成了对外资品牌的进口替代。

图表22: 2020年医疗器械上市公司研发投入Top 20



资料来源: Wind, 万联证券研究所

重点推荐: 爱博医疗 (688050)

推荐理由：1) 公司是国内首家高端屈光性人工晶状体制造商，也是国内主要的可折叠人工晶状体制造商之一，拥有人工晶状体核心技术和完整的自主知识产权，掌握了包括材料制备和工艺制造等方面的核心技术，打破了国际厂商在高端人工晶状体技术和市场方面的垄断局面；2) 白内障手术率不断攀升、人口老龄化加剧以及居民健康意识增强等多因素驱动国内人工晶状体市场高速增长，公司拥有多款人工晶体产品，销售占比逐年提升。此外，与进口品牌产品相比，公司的人工晶体在材料、结构等多方面具有优势，叠加高值医用耗材集采等政策层面的正向影响，预计未来将显著增厚公司业绩；3) 公司是中国境内第2家取得角膜塑形镜注册证的生产企业，产品设计独特，性能优异，与进口品牌相比在材料选择、透氧系数等多方面具有较为明显的竞争优势，产品上市后实现了迅速放量，预计未来将成为公司另一业绩核心支撑点；4) 公司拟成立子公司爱博睿美来拓展眼科及医学美容领域，随着新产品研发的推进、上市以及眼科新领域的拓展，公司业绩有望保持高速增长趋势。

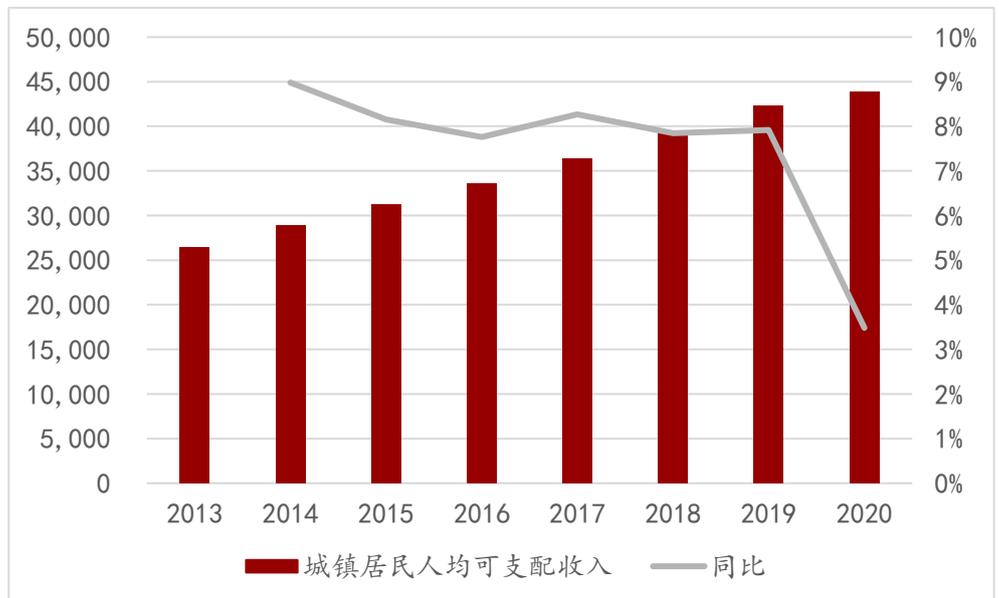
盈利预测：预计2021-2023年，公司将分别实现归母净利润1.42、1.99、2.66亿元，对应EPS分别为1.35、1.89、2.53元，对应2021/6/16股价的PE分别为217、155、116倍，继续推荐，维持“增持”评级。

风险提示：产品研发和销售不及预期风险、带量采购降价风险、新产品市场推广不及预期风险、产品质量及潜在责任风险。

3.3 非医保内的医疗服务和医药消费

医疗消费服务需求随收入提高逐步释放。除去疾病治疗的“刚需”，医药行业很大一部分带有消费属性。近几年我国人均可支配收入逐年稳步增长，为医疗消费服务需求释放奠定了基础。2020年我国城镇居民人均可支配收入43834元，较2013年增长65%，而且这一数字将随着国民经济水平的提高进一步增长。

图表23: 城镇居民人均可支配收入（元）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

口腔、眼科、二类疫苗等行业存在大量未被满足需求。长期以来受制于整体经济水平的发展，我国居民的很多合理医疗服务需求被抑制。以口腔医疗服务行业为例，2020年中国人均口腔消费支出仅136元，几乎是韩国的1/20，美国的1/15。尽管口腔医疗服务行业起步发展较晚，但近年来随着人们对口腔健康意识的逐步提高，行业整体规

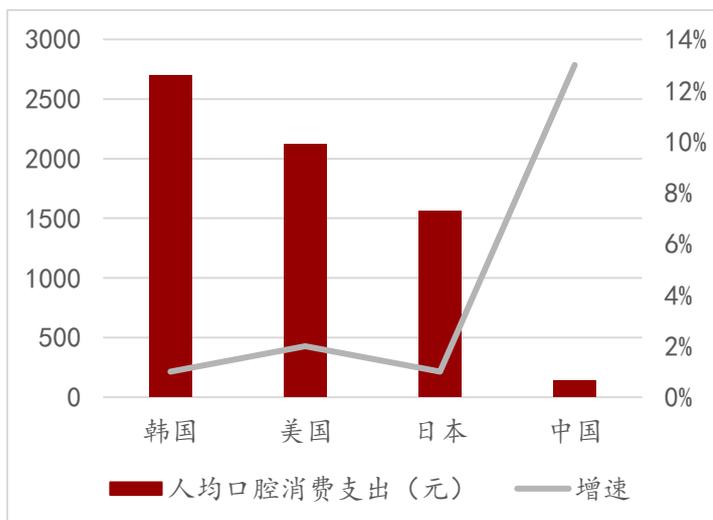
模在快速增长，近10年行业复合增长率13%。口腔医疗的需求将随着行业的发展逐步释放。

图表24: 2011-2020中国口腔医疗服务市场规模(亿)



资料来源: MedTrend, 万联证券研究所

图表25: 2020年中美日韩人均口腔消费支出



资料来源: MedTrend, 万联证券研究所

医疗消费服务型公司具有牛股潜质。医疗消费服务型公司同时具备医疗和消费双重属性。1) 受众范围广, 不局限于院内患者, 因而所属行业通常市场空间广阔; 2) 产品和服务不在医保报销范围内, 具有自主定价权; 3) 医疗消费服务行业渗透率低, 正处于快速发展阶段。

重点推荐: 爱尔眼科 (300015)

推荐理由: 1) 近年来, 在人口老龄化加剧、居民健康意识增强及自主消费升级等多种因素的驱动下, 我国医疗服务行业整体市场空间不断扩容, 叠加行业短期内的政策免疫属性, 医疗服务板块的优质性逐渐凸显; 2) 公司作为眼科医疗服务行业的龙头企业, 具有较为明显的先发优势: 公司通过并购基金及分级连锁模式不断扩张、新建分院, 逐步完善连锁网络体系, 多个省区形成了“横向成片、纵向成网”的布局; 此外, 公司通过收购美国、欧洲等多家海外眼科机构来布局国际化平台, 通过引进、嫁接高端服务模式及管理经验使资源配置效率和共享程度进一步提高; 3) 公司的医教研体系也正日趋完善: 2020年, 公司分别与暨南大学、安徽医科大学签署了战略合作协议, 在人才培养和教学科研等领域进行全方面的合作; 同时, 公司首个国家级创新平台“博士后科研工作站”获批成立; 公司积极探索多层次多样化医疗服务, 积极开发个性化的高端服务, 同时为缺乏支付能力的贫困群体提供公益慈善医疗服务。“全球资源+医教研平台+多层次服务”模式不仅可以持续提升公司科技创新能力, 同样也将提升爱尔的品牌形象和社会影响力。

盈利预测: 预计2021-2023年, 公司将分别实现归母净利润24.04、31.39、40.14亿元, 对应EPS分别为0.58、0.75、0.96元, 对应2021/6/16股价的PE分别为140.6、107.7、84.2倍, 继续推荐, 维持“买入”评级。

风险提示: 医疗事故风险、并购整合进度不及预期风险、疫情持续蔓延及反复风险。

重点推荐: 智飞生物 (300122)

推荐理由: 1. 随着疫苗细分领域监管政策的出台, 我国疫苗产品的生产将变得更加规

范化、集约化，市场集中度有望得到进一步提升，龙头企业优势将更加明显；此外，在疫苗技术迭代升级的环境下，新型和大单品价值越发凸显，而我国部分重磅产品的上市&放量也标志着疫苗领域将进入黄金发展时代；2. 公司与国际制药巨头默沙东保持了稳定的合作关系，近几年通过代理HPV疫苗及五价轮状病毒疫苗等产品实现了业绩的高速增长；短期内代理产品四/九价HPV疫苗等产品在国内仍具有较大且尚未满足的需求以及较为明显的竞争优势，公司业绩有望保持高速增长态势；3. 公司自主研发产品布局广泛，随着EC融合蛋白、重组新冠病毒疫苗、母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）产品的相继获批&上市，公司研发能力进一步得到凸显，在研产品（15价肺炎球菌结合疫苗、冻干人用狂犬病疫苗、四价脑膜炎球菌多糖结合疫苗）也将逐步进入收获期，后续有望提升公司长期成长空间并成为公司业绩增长的强有力支撑点。

盈利预测： 预计2021-2023年，公司将分别实现归母净利润46.85、61.77、76.57亿元，对应EPS分别为2.93、3.86、4.79元，对应2021/6/16股价的PE分别为61.5、46.6、37.6倍，继续推荐，维持“买入”评级。

风险提示： 产品研发进度不及预期风险、产品质量及销售不及预期风险、行业政策变化风险。

4 风险提示

4.1 集采政策力度超预期

集采政策已经成为行业基本政策之一，市场对集采的降价幅度已经接受。单仍存在价格降幅进一步刷新的风险，以及集采的范围可能从仿制药扩散至其他领域。

4.2 创新药和创新器械研发失败

创新药和创新器械研发都属于高风险研发活动，存在较大概率失败风险。一旦出现研发结果不及预期，可能对相关公司股价造成巨大影响。

医药生物行业推荐上市公司估值情况一览表

（数据截止日期：2021年06月16日）

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产 最新	收盘价	市盈率			市净率 最新	投资评级
		20A	21E	22E			20A	21E	22E		
300347	泰格医药	2.01	2.27	2.38	18.82	178.0	88.8	78.4	74.8	9.63	买入
603259	药明康德	1.01	1.22	1.57	14.40	136.0	135.1	111.9	86.7	12.31	增持
688050	爱博医疗	0.92	1.35	1.89	14.78	293.55	319.6	217.2	155.0	20.33	增持
300015	爱尔眼科	0.41	0.58	0.75	2.49	81.07	196.1	140.6	107.7	34.30	买入
300122	智飞生物	2.06	2.93	3.86	5.74	180.0	87.2	61.5	46.6	34.91	买入

资料来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场