

证券研究报告——医药生物行业2021年7月投资策略

药械集采常态化，关注中报景气度

2021-07-05

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
证券分析师：彭思宇 0755-81982723 pengsiyu@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521060003
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



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

投资摘要：药械集采常态化，关注中报景气度

■ 1-5月医药行业宏观数据继续保持较高增长，6月医药板块内部景气度分化

医药行业宏观数据在去年同期的低基数效应影响下，1-5月继续保持较高的增长态势，全年有望维持高景气度。医药板块在2-3月大幅调整后整体估值回归合理区间，4-5月延续反弹态势；6月在市场整体震荡的背景下，医药板块呈现内部分化：医疗服务受益于高景气度、中药受益于政策鼓励，取得较好涨幅；医药商业在5月因低估值反弹后6月回落，其他子板块波澜不惊。

■ 第五批国家药品集采落地、人工关节集采启动，集采常态化下重视药品和器械创新出海

第五批国家药品带量集采于6月23日现场开标、公布拟中标结果，涉及62个品种共有148家企业的251个品规获得拟中选资格，平均降幅56%，较前四次集采平均降幅52-53%略有增强，但整体符合预期。6月21日，《国家组织人工关节集中带量采购公告（第1号）》发布，涵盖3个髋关节（陶对陶、陶对聚、金对聚）、1个膝关节共4个产品系统；分组竞价、竞价和中选规则也相对缓和，采购规则利于第一梯队头部企业，市场也修复了此前较为悲观的预期。在药品、高值耗材集采常态化的背景下，建议关注研发创新能力强、创新药和创新型器械管线丰富、具有全球市场潜在商业化价值的药品和器械龙头企业。

■ 中国版药品专利链接和纠纷早期解决机制正式出台，创新药与仿制药博弈进入规范化阶段

《药品专利纠纷早期解决机制实施办法（试行）》于7月4日正式发布，包含化学药、生物药、中药的中国药品专利链接制度、专利纠纷早期解决机制正式实施。该制度一方面激励创新药企业从研发立项之初就重视专利保护和专利布局，提高准入壁垒、保持独占权，另一方面也激励仿制药企业合理利用规则积极发起专利挑战、促进市场化竞争。未来创新药与仿制药之间的博弈进入规范化阶段，对创新药企业和首个专利挑战成功的仿制药企业的合理商业利益，其保护程度都将提高，有利于创新药行业龙头和仿制药行业龙头。

■ 新冠病毒变异株给大流行的收尾带来不确定性，疫苗接种和疾病防控措施应当并行不悖

疫苗接种率较高的海外国家仍然只有60-70%左右，超过原始病毒株的群体免疫阈值；但在delta等变异株R0值提升、疫苗有效性略有下降、且有可能成为主流流行株的大背景下，完全放开本土和跨境人员流动，很容易导致疫情死灰复燃。我们认为在广泛接种高保护力疫苗的同时，仍然需要保持部分非药物干预措施（NPI），通过全球协同抗疫、同步采取疫情防控措施、公平分配疫苗，经过2-3年甚至更长时间终结全球大流行。

■ 估值和投资建议：

进入下半年，医药板块仍蕴含众多超额收益的机会，行业景气度、中报业绩增速、估值匹配程度将成为市场关注的重点。在新冠疫情面临变异株带来的不确定性时，全球医药产业链转移趋势仍将持续，中国医药行业各细分领域的全球竞争力、全球商业化价值都在不断增强，医药行业的主旋律依然是创新、国际化、消费升级，建议关注中报超预期且具备可持续增长性的优质个股，以及稳健增长、估值合理的细分领域个股。7月份推荐组合为：A股为恒瑞医药、复星医药、迈瑞医疗、乐普医疗、迪安诊断、天坛生物、普洛药业、以岭药业、药明康德；港股为金斯瑞生物科技、康宁杰瑞制药-B、三生制药、现代牙科、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。

7月策略组合个股估值一览

表：国信医药2021年7月策略组合

	代码	公司简称	股价 210629	总市值 亿元/港币	EPS				PE				ROE 20A	PEG 21E	投资 评级
					20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
A股组合	600276	恒瑞医药	68.06	4354	0.99	1.23	1.48	1.79	68.8	55.5	45.8	38.1	21.5	2.3	买入
	600196	复星医药	67.01	1717	1.43	1.72	2.12	2.51	46.9	39.0	31.6	26.7	10.4	1.9	买入
	300760	迈瑞医疗	477.84	5809	5.48	6.60	7.95	9.69	87.3	72.4	60.1	49.3	31.2	3.5	买入
	300003	乐普医疗	31.76	573	1.00	1.29	1.60	2.01	31.8	24.7	19.8	15.8	16.3	0.9	买入
	300244	迪安诊断	37.94	235	1.29	1.96	2.07	2.37	29.3	19.3	18.3	16.0	17.0	0.9	买入
	600161	天坛生物	34.45	473	0.47	0.55	0.70	0.89	74.0	63.2	49.3	38.7	14.8	2.6	买入
	000739	普洛药业	27.98	330	0.69	0.80	1.00	1.25	40.4	35.0	28.0	22.4	20.02	1.6	买入
	002603	以岭药业	28.39	339	1.02	1.43	1.69	1.92	27.8	19.9	16.8	14.8	14.45	0.8	买入
	603259	药明康德	156.60	4617	1.00	1.59	2.14	2.82	156.0	98.5	73.2	55.5	10.7	1.7	买入
港股组合	1548.HK	金斯瑞生物科技	35.65	744	-0.05	-0.10	-0.12	-0.13	-	-	-	-	-	-	买入
	9966.HK	康宁杰瑞制药-B	24.95	233	-0.46	-0.67	-0.71	-0.58	-	-	-	-	-	-	买入
	1530.HK	三生制药	9.04	230	0.33	0.58	0.69	0.80	22.9	13.0	10.8	9.4	10.5%	0.4	买入
	3600.HK	现代牙科	7.37	71	0.11	0.35	0.41	0.47	65.6	21.2	17.9	15.6	4.8%	0.3	买入
	0512.HK	远大医药	7.21	256	0.51	0.45	0.55	0.67	14.3	15.9	13.0	10.8	15.9%	1.6	买入
	1951.HK	锦欣生殖	19.68	493	0.10	0.14	0.21	0.27	196.1	138.2	92.4	74.0	3.5%	3.6	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1-5月医药制造业工业增加值累计同比增长28.4%，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1-5月的社零总额174319亿元，同比增长25.7%，限额以上中西药品类零售总额2298亿元，同比增长11.9%，社零数据受低基数影响，1-5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1-4月职工医保取累计增长17.7%，居民医保累计增长19.8%，增速比第一季度略有提升，主要因去年同期疫情持续到第二季度影响基数。

表：医药生产端和需求端宏观数据

类别	期间	指标	单位	累计金额	累计同比 (%)
医药制造业	1-5月	工业增加值	亿元	-	28.4%
		营业收入	亿元	11162	27.6%
		利润总额	亿元	2245	81.7%
社会零售总额	1-5月	总计	亿元	174319	25.7%
		限额以上中西药品类	亿元	2298	11.9%
消费与收入	1-3月	人均可支配收入	元	9730	13.7%
		人均消费支出	元	5978	17.6%
		人均医疗保健支出	元	484	16.1%
医保基金	1-4月	职工医保支出	亿元	4361	17.7%
		居民医保支出	亿元	2689	19.8%

资料来源：国家统计局、国家医保局；国信证券经济研究所整理

● 医药行业近期动态

中国版药品专利链接和纠纷早期解决机制正式出台

- **《药品专利纠纷早期解决机制实施办法（试行）》正式发布**：根据新版《中华人民共和国专利法》，药监局、知识产权局于7月4日正式发布《药品专利纠纷早期解决机制实施办法（试行）》。
- **中国药品专利链接制度正式实施**。根据《实施办法》，化学药、生物药、中药上市许可持有人（MAH）均可以在登记平台上登记专利信息；化学仿制药、生物类似药、中药同名同方药（仿制药）申请人在提交上市许可申请前，需要针对每一件相关专利做出声明，包括一类声明（无相关专利信息）、二类声明（专利权已终止、已被无效或已获得授权）、三类声明（承诺在专利有效期届满后上市）、四类声明（应当被宣告无效或未落入保护范围）。如果专利权人对声明提出异议，NMPA自动对仿制药申请设置9个月等待期；如果专利挑战成功，首仿企业将获得12个月独占期。中国药品专利链接制度参考了美国FDA橙皮书（化学药）、紫皮书（生物药）的专利链接和专利诉讼舞蹈制度，但等待期较短，我们认为这是符合中国专利法体系下的现实选择。
- **创新药与仿制药之间的博弈将进入规范化阶段**。此前专利无效的行政复议或诉讼程序漫长，很难在仿制药审评审批周期（约1年）内得到解决，且两者之间没有链接挂钩，因此曾出现过专利无效后多家仿制药纷纷申请上市、或专利尚未期满已经批准多家仿制药上市的情形，对创新药企业利益的保护程度不足、对首个专利挑战成功的仿制药企业利益的保护程度也不足。随着专利链接和纠纷早期解决机制出台，创新药与仿制药之间的博弈进入规范化阶段：如果专利保护不足，则有利于仿制药抢仿首仿；如果专利保护严格，有利于创新药生命周期管理。该制度一方面激励创新药企业从研发立项之初就重视专利保护和专利布局，提高准入壁垒、保持独占权（franchise）；另一方面也激励仿制药企业合理利用规则积极发起专利挑战，促进市场化竞争。
- **建议关注**：1) 创新药研发能力强、管线丰富、专利布局完善的创新药龙头企业；2) 仿制药研发能力强、专利挑战能力出色、批量化抢仿首仿的仿制药龙头企业。**推荐买入**：恒瑞医药、复星医药、中国生物制药。

表：可登记药品专利

药品类别	可登记专利			
	活性成分	制剂	工艺	适应症
化学药	化合物专利	药物组合物专利		医药用途专利
生物药	序列专利			医药用途专利
中药		中药组合物专利	中药提取物专利	医药用途专利

来源：药监局、国信证券经济研究所整理及预测

第五批药品集采落地，部分大品种竞争格局或将生变

- **集采整体情况符合预期：降价程度略有增强，平均降幅56%。**上海阳光医药采购网于5月8日启动第五批国家药品集采信息收集工作，6月2日《采购文件》正式挂网。本次集采为历次集采中品种数量最多的一次，采购量创下历次集采新高。6月23日现场开标、公布拟中标结果，涉及品种62个，参与投标的201家企业的355个产品中，148家企业的251个产品获得拟中选资格，投标产品中选率趋于稳定，相较于最高有效申报价平均降幅56%，62个通用名药物中仅普萘洛尔口服常释剂型流标。相较于前四次集采平均降幅52%、53%、53%、52%，第五次带量采购降价程度略有增强，但整体符合预期。
- **部分大品种竞争格局或将生变：**
 - ✓ 布地奈德（~70亿元品种），原研阿斯利康失标。布地奈德混悬液属吸入性糖皮质激素，通过雾化器给药，用于治疗支气管哮喘。布地奈德作为吸入制剂的销售王牌，2019年中国公立医疗机构终端吸入剂Top20品牌中，布地奈德排名第一，国内公立医院终端销售已经超过70亿元。原研阿斯利康的普米克令舒2000年8月获美国FDA批准上市，我国于2001年11月批准进口，规格为0.5mg/2ml、1mg/2ml。2020年2月26日，正大天晴成功拿下布地奈德混悬液国内首仿，获批规格为2ml:1mg，打破原研国内长达20年垄断的局面。在布地奈德吸入剂（2ml:1mg）的竞标中，共5家企业竞标，原研阿斯利康出局。四川普锐特药业有限公司、长风药业股份有限公司、中国生物制药子公司正大天晴、健康元全资子公司深圳太太拟中标，其中正大天晴、深圳太太分别以5.65元/支和3.39元/支的价格拟中标，该价格较14.036元/支的最高有效申报价分别下降60%和76%。
 - ✓ 碘克沙醇（>35亿元品种），恒瑞医药失标。含碘造影剂主要包括碘海醇、碘佛醇、碘克沙醇、碘普罗胺、碘帕醇、碘比醇、碘化油、碘美普尔和泛影葡胺等品种。米内网数据显示，2019年中国公立医疗机构终端碘克沙醇注射液销售额超过35亿元。其中，恒瑞医药占据50.48%的市场份额，原研通用电气占比34.14%，扬子江约10%，北陆药业和正大天晴占据小部分市场。共有4家厂商拟中选，分别是扬子江、通用电气、司太立、正大天晴。
 - ✓ 奥沙利铂注射液（>20亿元品种），海王药业失标。其中海王药业国内市占率有望超过95%。本次集采中恒瑞医药、齐鲁制药、汇宇制药、赛诺菲拟中标，其中恒瑞医药排在第一顺位，拟中标价格91.8元/瓶，降价幅度高达95%。

集采常态化，关注创新布局与成本优势两条主线

- **化药为主，注射剂占比高。**本轮集采品种仍主要以化药为主，涉及多个心血管类（如盐酸贝那普利片/达比加群酯口服常释剂型/单硝酸异山梨酯缓释控释剂型）、抗肿瘤（如奥沙利铂注射剂）、抗感染（如阿昔洛韦片/头孢唑辛注射剂/头孢曲松注射剂）、造影剂（如碘海醇注射剂/碘克沙醇注射剂）、呼吸制剂（如复方异丙托溴铵吸入剂）等类别的大品种，且注射剂占比较高，62个品种中30个为注射剂型，超过此前四批集采注射剂型的总数，注射剂型涉及金额约占此次集采总金额的70%。由于注射剂型主要在医疗机构使用，一旦落标有可能失去全国绝大部分市场份额，对部分上市公司2022年经营业绩有一定负面影响。
- **药品集采常态化，关注创新布局与成本优势两条主线。**仿制药带量采购已经进入常态化，除个别情况外，市场已经较为充分消化了对于化药大品种纳入集采的降价预期和业绩影响。建议关注：1）研发创新能力强、创新药管线丰富、市场竞争格局良好的龙头企业；2）光脚入局边际效应明显、通过原料药/制剂一体化打造成本优势的优秀药企。推荐买入：恒瑞医药、复星医药、中国生物制药、普洛药业。

降价幅度较大、且拟中标企业>4家的品种（1）

表：第五批集采降价幅度较大、且拟中标企业>4家的品种

药品名称	拟中标企业数	企业名称	规格	通过时间	中标价 (元/片、粒、支)	降幅 (相较于最高有效申报价)
埃索美拉唑 (艾司奥美拉唑)注射剂	10	裕欣药业	40mg	2021-02-02	2.79	96%
		海南倍特药业	40mg	2021-06-21	2.97	95%
		苏州二叶	40mg	2021-05-31	3.47	95%
		奥赛康	40mg	2021-01-12	3.7	94%
		扬子江	40mg	2021-05-31	4.3	93%
		莱美药业	40mg	2020-12-07	4.43	93%
		中玉药业	40mg	2021-05-31	4.89	92%
		正大天晴	40mg	2020-11-02	6.35	90%
		海思科	40mg	2021-01-27	7.7	88%
		福安药业集团湖北人民制药	40mg	2021-02-23	9.14	86%
多西他赛注射剂	6	恒瑞医药	1ml:20mg	2021-03-25	22.6	97%
		正大天晴	1ml:20mg	2021-02-19	29.8	97%
		扬子江	0.5ml:20mg	2021-02-19	30	97%
		齐鲁制药	1ml:40mg	2021-06-22	92	94%
		四川汇宇	1ml:20mg	2019-01-25	58.8	93%
		奥赛康	1ml:20mg	2021-05-10	65	92%
利伐沙班片	10	东阳光	10mg	2021-05-24	0.16	99%
		博大制药	10mg	2021-05-14	0.394	99%
		信立泰	10mg	2021-01-29	0.3986	99%
		江苏中邦制药	10mg	2021-01-05	0.4363	98%
		苏州第三制药厂	10mg	2021-05-24	0.463	98%
		吉林四环制药	10mg	2021-03-25	0.5286	98%
		齐鲁制药	10mg	2021-05-24	0.529	98%
		上海汇伦江苏药业	10mg	2021-01-05	0.574	98%
		康恩贝	10mg	2021-03-22	0.6208	98%
		柯菲平	10mg	2020-12-16	0.65	98%

资料来源：上海阳光医药采购网，国信证券经济研究所整理

降价幅度较大、且拟中标企业>4家的品种（2）

表：第五批集采降价幅度较大、且拟中标企业>4家的品种

药品名称	拟中标企业数	企业名称	规格	通过时间	中标价 (元/片、粒、支)	降幅 (相较于最高有效申报价)
利伐沙班片	8	东阳光	15mg	2021-05-24	0.51	98%
		上海汇伦江苏药业	15mg	2021-01-05	0.85	98%
		齐鲁制药	15mg	2021-05-24	1.1171	98%
		柯菲平	15mg	2021-05-14	1.85	96%
		华海药业	15mg	2021-04-23	4.15	93%
		南京海辰药业	15mg	2021-04-12	10.33	85%
		山东新时代药业	15mg	2021-04-06	11.6071	63%
		苏州第三制药厂	15mg	2021-05-24	11.3511	58%
利伐沙班片	7	深圳信立泰	20mg	2021-01-29	0.6775	98%
		东阳光	20mg	2021-05-24	0.82	98%
		齐鲁制药	20mg	2021-05-24	1.63437	95%
		上海汇伦江苏药业	20mg	2021-01-05	1.9	95%
		柯菲平	20mg	2021-05-14	2.5	93%
		华海药业	20mg	2021-04-23	5.18	85%
		南京海辰药业	20mg	2021-04-12	13.6514	61%
帕洛诺司琼注射液	6	杭州九源基因工程	5ml:0.25mg	2021-03-22	4.86	95%
		恒瑞医药	5ml:0.25mg	2021-04-29	5.5	94%
		扬子江	5ml:0.25mg	2021-04-29	6.5	93%
		奥赛康	5ml:0.25mg	2021-03-12	6.6	93%
		齐鲁制药	5ml:0.25mg	2021-02-23	15	83%
		海思科	5ml:0.25mg	2021-02-23	17	81%

资料来源：上海阳光医药采购网，国信证券经济研究所整理

降价幅度较大、且拟中标企业≤4家的品种

表：第五批集采降价幅度较大、且拟中标企业≤4家的品种

药品名称	拟中标企业数	企业名称	规格	通过时间	中标价 (元/片、粒、支)	降幅 (相较于最高有效申报价)
奥沙利铂注射剂	4	恒瑞医药	50mg	2021-04-29	91.8	95%
		齐鲁制药	50mg	2020-06-04	198	89%
		四川汇宇制药	50mg	2021-02-02	236.8	87%
		赛诺菲	50mg	原研	310.51	82%
盐酸法舒地尔注射剂	4	成都苑东	2ml:30mg	2021-01-29	1.73	96%
		成都倍特	2ml:30mg	2021-01-29	3.966	90%
		红日药业	2ml:30mg	2021-05-10	5.16	87%
		扬子江海瑞药业	2ml:30mg	2021-04-08	7.5	81%
格列吡嗪控释片	2	北京红林制药	5mg	2021-01-21	0.7779	94%
		南京易亨制药	5mg	2020-08-07	0.9893	91%
格列吡嗪片	2	远大医药	5mg	2020-03-17	0.117	91%
		珠海联邦中山分公司	5mg	2021-01-21	0.159	87%
格隆溴铵注射剂	2	成都苑东	1ml:0.2mg	2020-11-04	12.5	90%
		广东嘉博制药	1ml:0.2mg	2021-01-18	39.89	68%
兰索拉唑注射剂	4	裕欣药业	30mg	2021-06-22	2.97	93%
		上药新亚药业/臣邦医药	30mg	2021-06-16	3.358	92%
		奥赛康	30mg	2020-12-04	4.39	89%
		百裕制药	30mg	2021-06-18	4.5	89%
米格列醇片	2	维奥制药	50mg	2020-04-20	1.3327	96%
		浙江医药	50mg	2020-04-20	1.4503	96%
盐酸西那卡塞片	4	河北仁合益康	25mg	2020-10-19	2.47	92%
		北京百奥药业	25mg	2021-04-12	2.98	91%
		南京恒生	25mg	2021-02-02	3.781	88%
		广东安诺药业/海西新药创制	25mg	2021-03-17	4.489	86%
利奈唑胺葡萄糖注射液	3	豪森药业	0.2g	2020-12-29	12.7997	91%
		科伦药业	0.6g	2021-06-03	47	86%
		正大丰海	0.2g	2020-12-29	23.58	84%

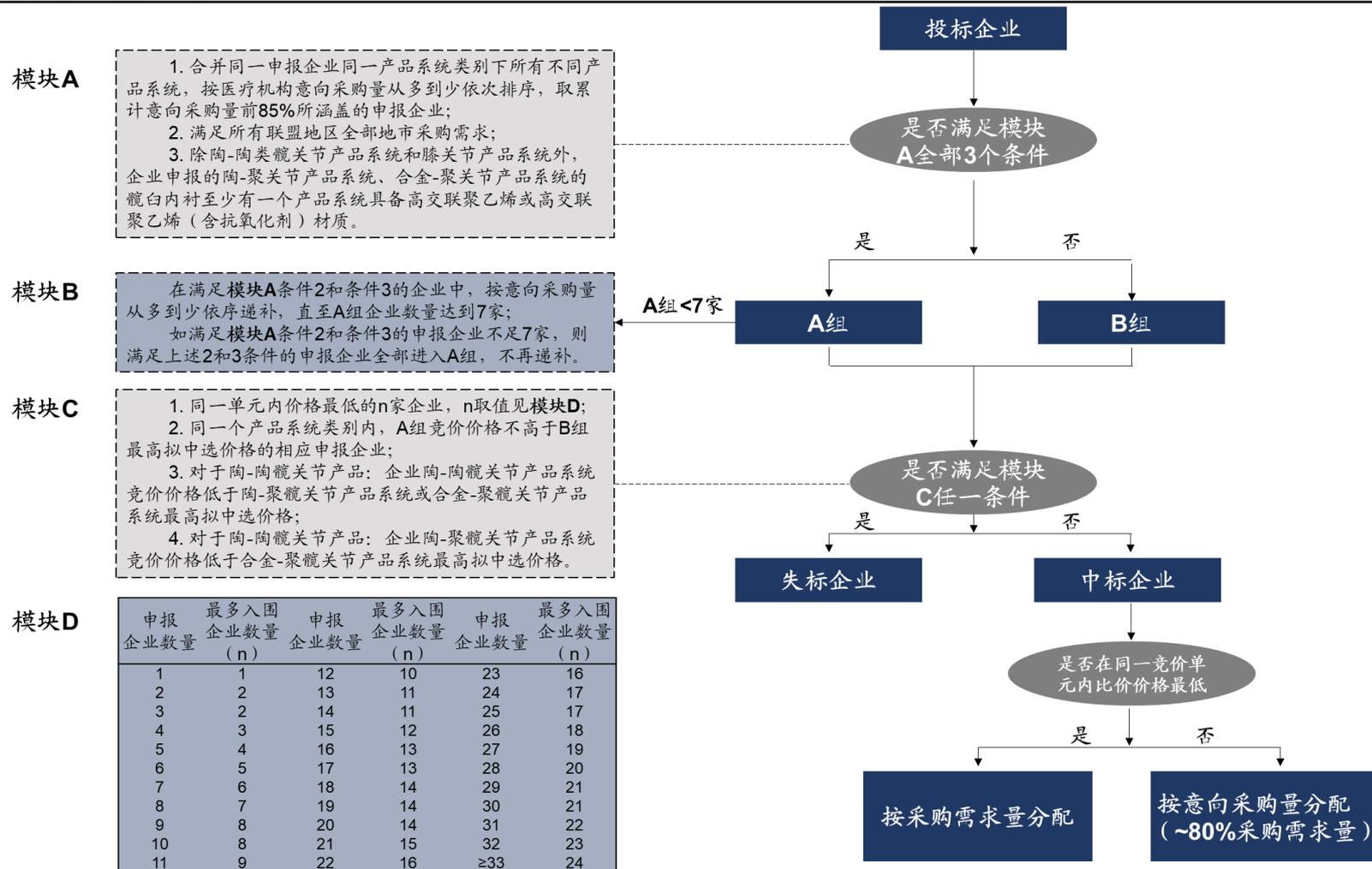
资料来源：上海阳光医药采购网，国信证券经济研究所整理

人工关节集采：一号文件发布，头部企业有望持续受益

- 《国家组织人工关节集中带量采购公告（第1号）》发布：6月21日，联合采购办公室发布《国家组织人工关节集中带量采购公告（第1号）》。人工关节国采涵盖四个产品系统：髌关节3个（陶对陶、陶对聚、金对聚；含3D打印产品），膝关节1个，均为初次置换关节。意向采购量确定规则：1）企业组建产品系统；2）医疗机构填报采购需求量；3）按照采购需求量一定比例确定本次集采意向采购量。采购周期：2年。
- 分组竞价，采购规则利于头部企业。按照需求量大小分为AB两组竞价单元，进入A组的企业需要同时满足3条标准：1）合并同一申报企业同一产品系统类别下所有不同产品系统，按医疗机构意向采购量从多到少依次排序，取累计意向采购量前85%所涵盖的申报企业；2）申报企业承诺满足所有联盟地区全部地市采购需求；3）除陶瓷-陶瓷类髌关节产品系统和膝关节产品系统外，企业申报的陶瓷-聚乙烯类髌关节产品系统、合金-聚乙烯类髌关节产品系统的髌臼内衬至少有一个产品系统具备高交联聚乙烯或高交联聚乙烯（含抗氧化剂）材质。
- 竞价和中选规则相对缓和。1）申报价格除系统部件价格外，还需考虑配送、手术工具、伴随服务费用；2）同一竞价单元内按竞价比价价格由低到高确定入围企业，含7~9家申报企业的竞价单元内入围率最高（除仅有1-2家申报外），最高申报价及组内价差尚待公告；3）保护机制：若A组竞价比价价格低于B组最高拟中选比价价格，相关企业仍可中选；同时防止髌关节不同材质的产品系统类别出现价格倒挂。
- 推荐关注国产第一梯队优质企业。若相关企业能被纳入A组，在各产品系统内竞争企业数较少情况下，入围率相对更高。在组内价差控制及各项防止价格倒挂的规则下，产品降价幅度可能好于预期。国产头部企业凭借齐全的产品系列、良好的品牌形象和覆盖广泛的销售服务网络，在相对缓和的竞价环境下，若中标则有望提升市占率。推荐买入：威高股份，关注威高骨科、爱康医疗、春立医疗。

人工关节集采：一号文件发布，头部企业有望持续受益

图：关节集采规则示意图



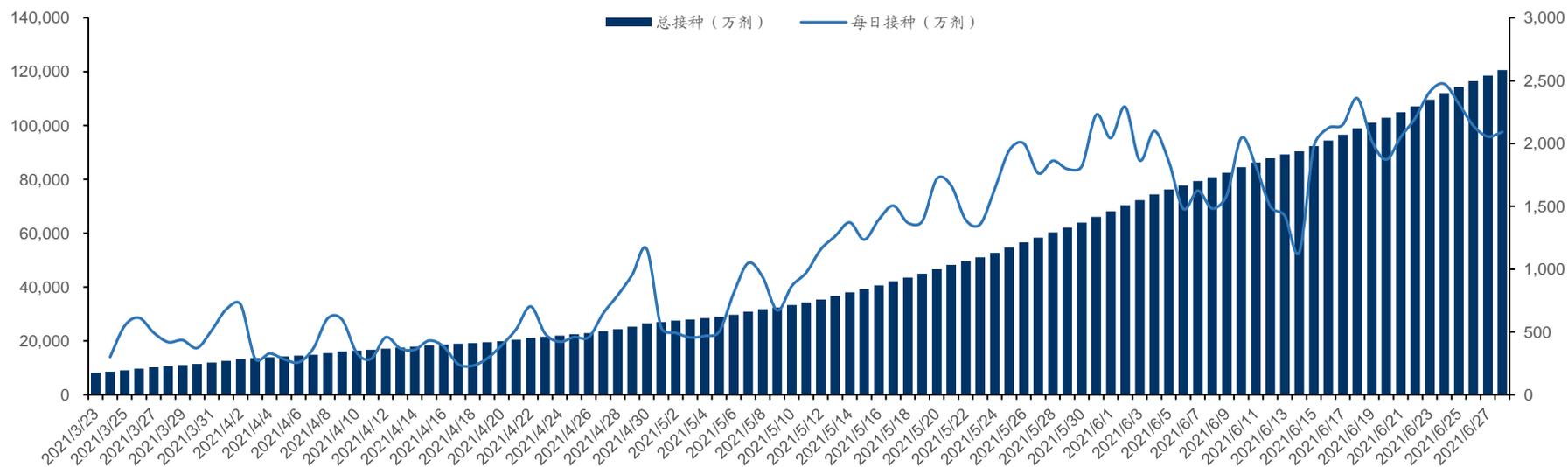
资料来源：国家组织高值医用耗材联合采购平台《国家组织人工关节集中带量采购公告（第1号）》，国信证券经济研究所整理

● 新冠疫情追踪

中国新冠疫苗累计接种超过12亿剂次

根据国家卫健委消息，截至6月28日24时，全国现有确诊病例459例（其中重症病例12例），累计治愈出院病例86676例，累计死亡病例4636例，累计报告确诊病例91771例，现有疑似病例1例。6月28日新增确诊病例18例，均为境外输入病例；无新增死亡病例；无新增疑似病例。截至6月28日，全国已接种新冠疫苗12.08亿剂次，近期日均接种剂次均超过2000万剂。

图：中国新冠疫苗接种情况

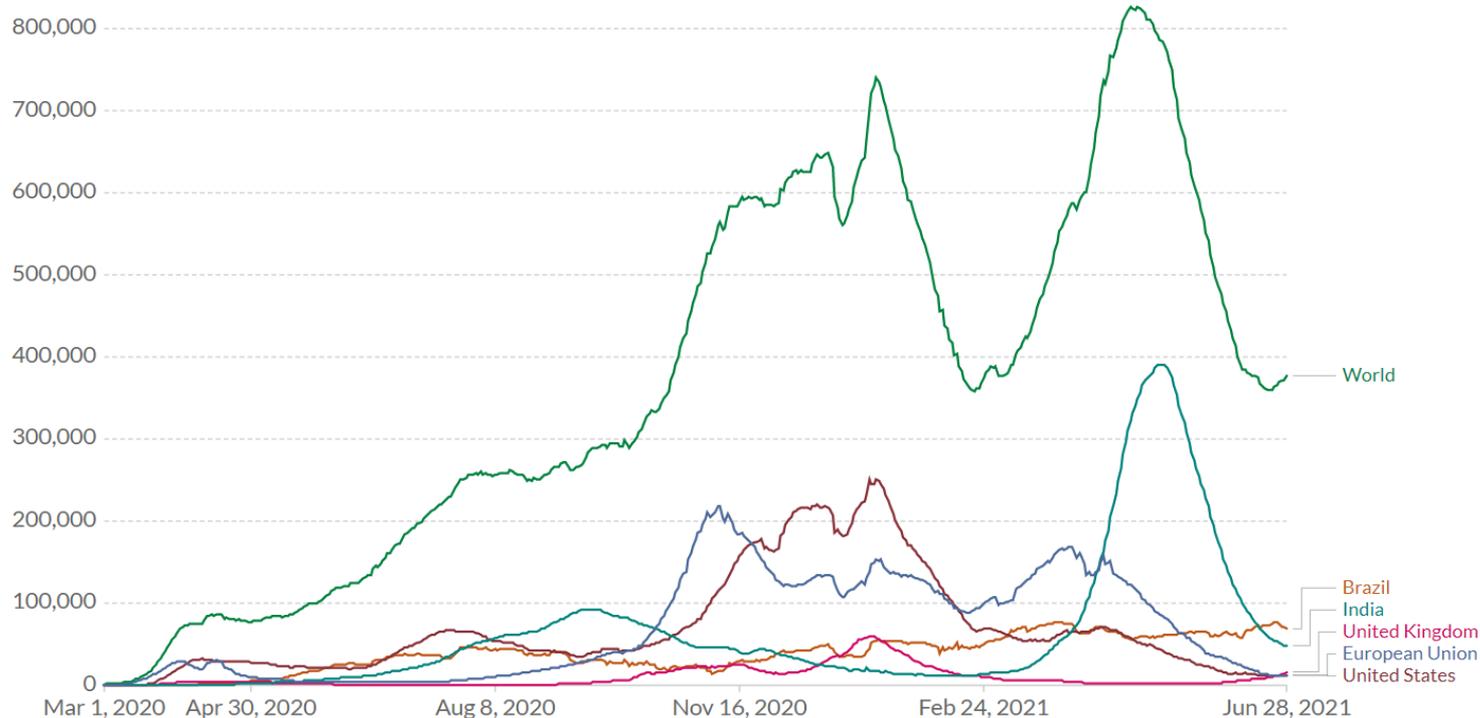


资料来源：卫健委、国信证券经济研究所整理

全球疫情：印度逐步控制，英国出现反弹

随着疫苗接种的推进以及防疫手段的加强，印度疫情得到进一步控制，每日新增确诊人数从高点的40万人下降到4万人以下。另一方面，由于德尔塔毒株的传播，英国每日新增确诊人数创下2月来的新高，超过2.2万人。

图：全球新冠疫情每日确诊人数（每7日平均）



Source: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

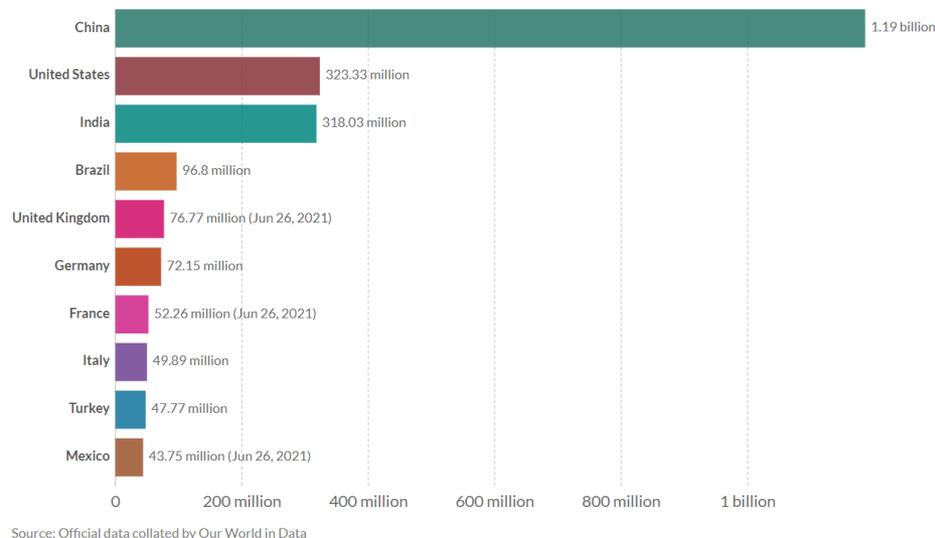
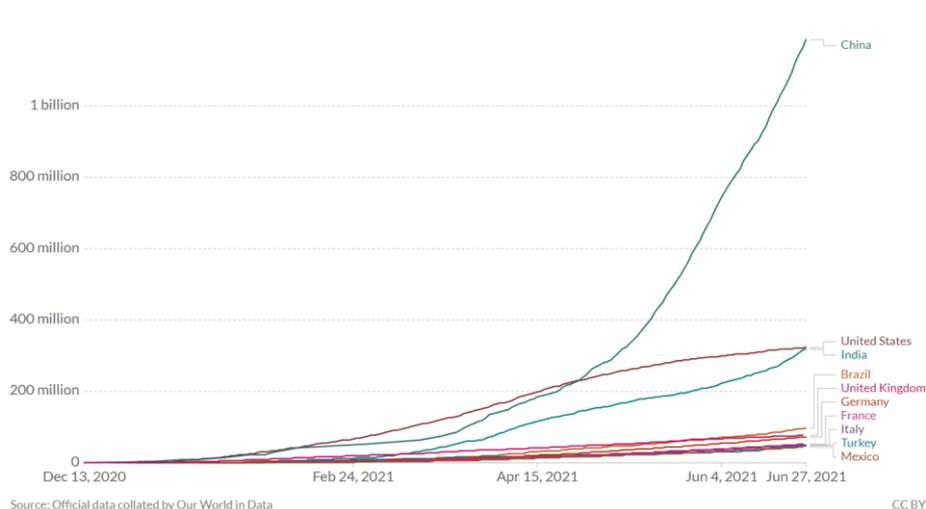
CC BY

资料来源：Our World in Data、国信证券经济研究所整理

疫苗接种：全球近30亿剂，中国约12亿剂

截至6月28日，全球共接种新冠疫苗29.6亿剂次，平均每天的接种量快速增长至4000万剂左右；接种疫苗最多的前三大国家中国、美国、印度分别累计接种11.9、3.2和3.2亿剂。中国和印度的接种量快速增长，中国每日接种量约2000万剂。

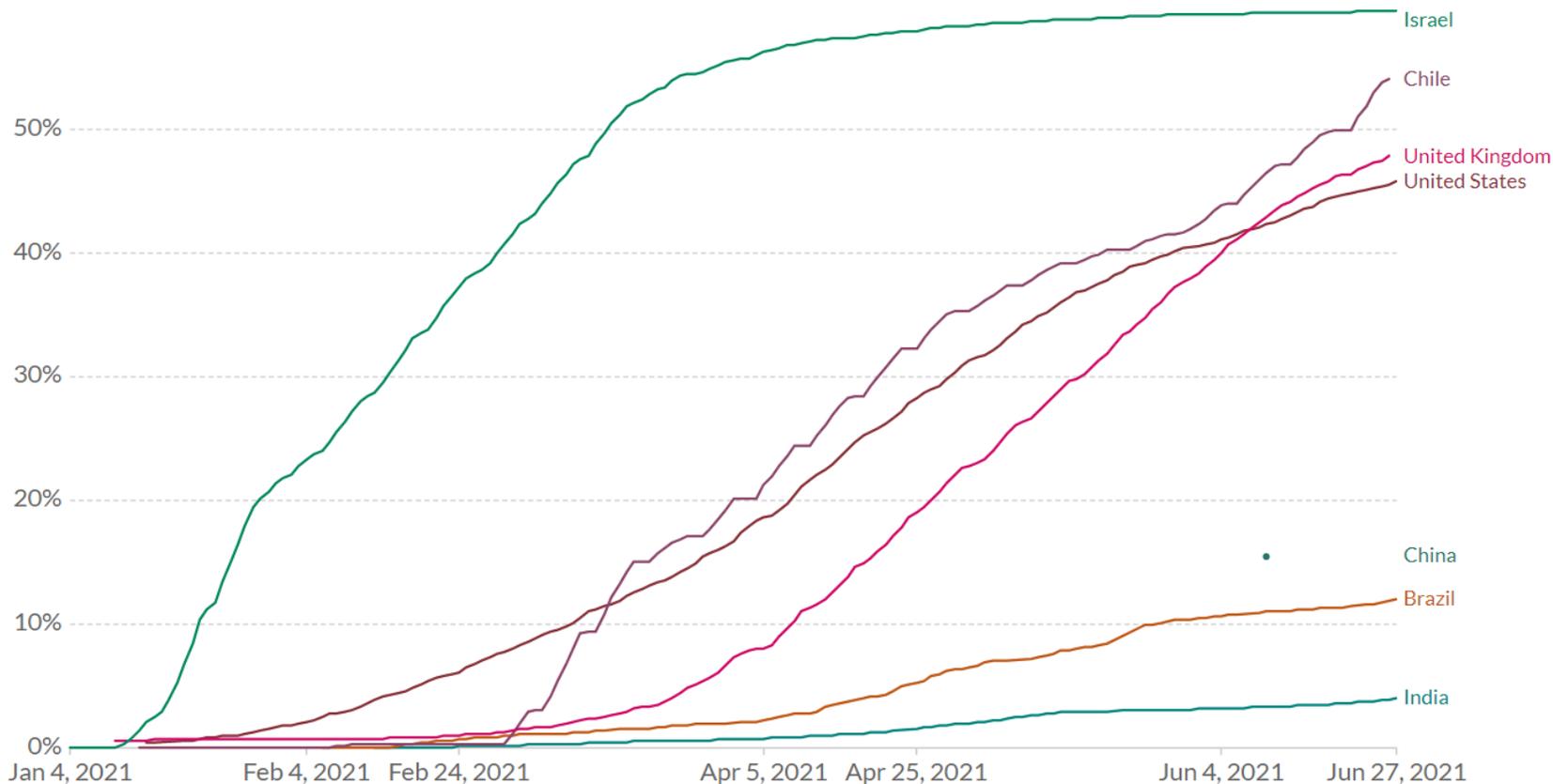
图：全球新冠疫苗接种剂次（截至2021/6/29）



资料来源：Our World in Data、国信证券经济研究所整理

疫苗接种率（完成免疫）：英美接近50%，中国超15%

图：全球主要国家、地区新冠疫苗接种率（完成免疫接种程序）



Source: Official data collated by Our World in Data

CC BY

资料来源：Our World in Data、国信证券经济研究所整理

新冠疫苗研发：医科院灭活疫苗获批EUA

表：中国新冠疫苗研发进度

公司	技术路线	免疫程序	中国监管进度	开始时间
国药中生北京所	灭活	2针	有条件批准	2020/12/30
科兴中维	灭活	2针	有条件批准	2021/2/6
国药中生武汉所	灭活	2针	有条件批准	2021/2/25
康希诺/军科院	腺病毒载体	1针	有条件批准	2021/2/25
智飞生物	重组蛋白	3针	紧急使用	2021/3/17
康泰生物	灭活	2针	紧急使用	2021/5/14
医科院	灭活	2针	紧急使用	2021/6/9
复星医药/BioNTech	RNA	2针	提交注册申请	
康希诺/军科院	腺病毒载体（鼻喷）	/	申请紧急使用	
艾棣维欣/Inovio	DNA	2针	3期临床	2021/6/9
三叶草生物	重组蛋白	2针	3期临床	
沃森生物/艾博生物	RNA	2针	2期完成	
万泰生物	鼻喷流感病毒载体	2针	2期完成	
丽珠集团	重组蛋白	2针	2期临床	
华西医院	重组蛋白	3针	2期临床	
康泰生物/阿斯利康	腺病毒载体	2针	临床前	
华兰生物	灭活		临床前	
华兰生物	腺病毒载体		临床前	
华兰生物	流感病毒载体		临床前	

资料来源：公司公告、药监局、国信证券经济研究所整理

- 新冠病毒变异株的潜在影响

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

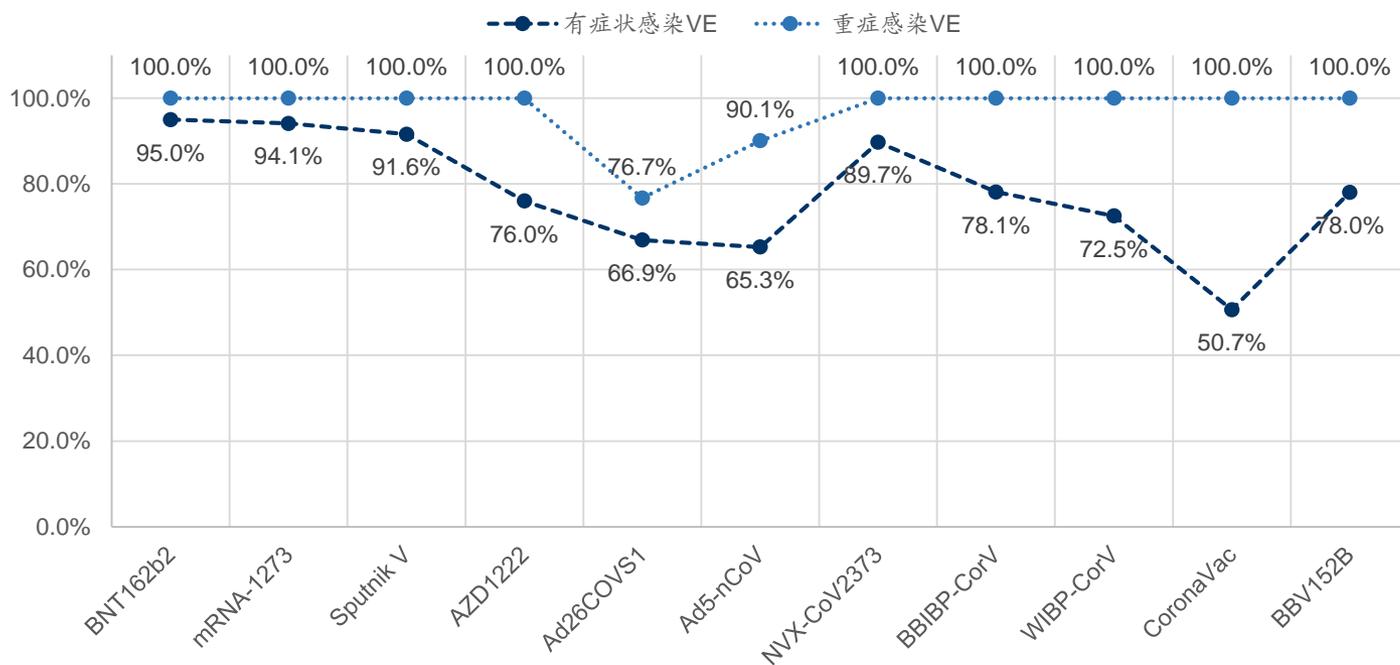
类型	RNA疫苗		病毒载体疫苗				重组蛋白疫苗	灭活疫苗		CoronaVac	BBV152B	
产品	BNT162b2	mRNA-1273		AZD1222	Ad26COVS1	Ad5-nCoV	NVX-CoV2373	BBIBP-CorV				
商品名	Comirnaty		Sputnik V	Vaxzevria		克威莎		众爱可维	众康可维	克尔来福	Covaxin	
研发企业	复必泰			Covishield		Convidecia				科兴中维		
	BioNTech	Moderna	Gamaleya	牛津大学	JnJ	军科院	Novavax	国药北京所	国药武汉所		Bharat	
	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	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	V1+28天	V2+7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 (RCT或RWS有效性):												
Alpha株	89.5%(卡塔)		73%(苏格兰)				86.3%					
B.1.1.7	92%(苏格兰)											
Beta株	75.0%(卡塔)		10.4%				48.6/55.4%					
B.1.351			19:20				43 vs 90					
Gamma株							23 vs 64					
P.1							66.2%					
Delta株	79%(苏格兰)		60%(苏格兰)				68.1%					
B.1.617.2							39 vs 114					
							24 vs 74					
							~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 PS010标准看齐

新冠疫苗ph3临床有效性数据初步汇总（图）

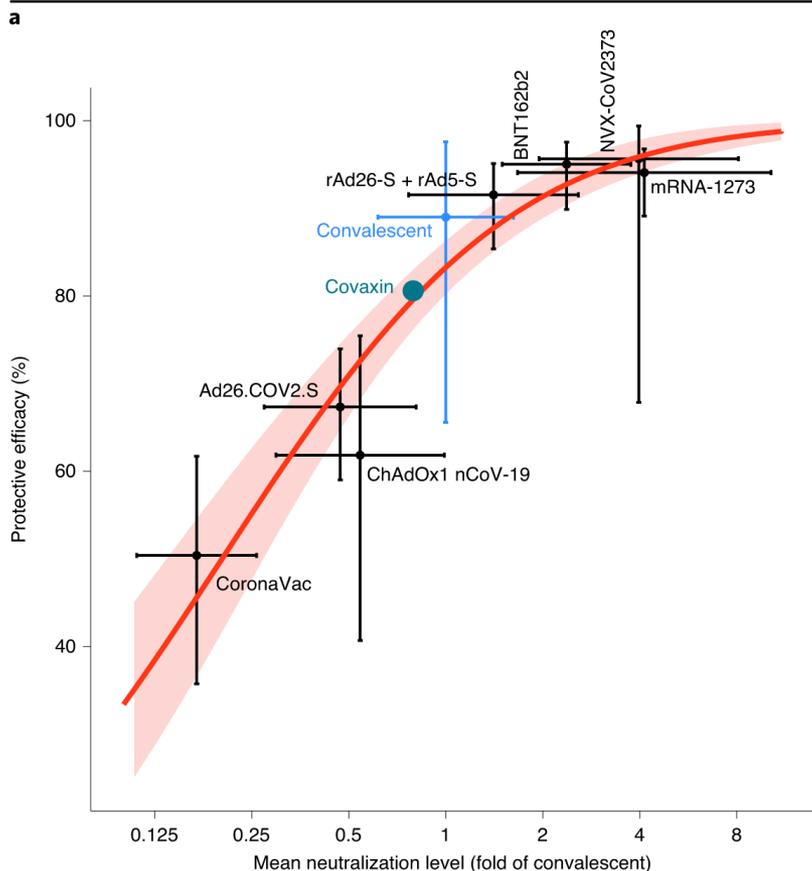
图：目前已公开的新冠疫苗有效性



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。

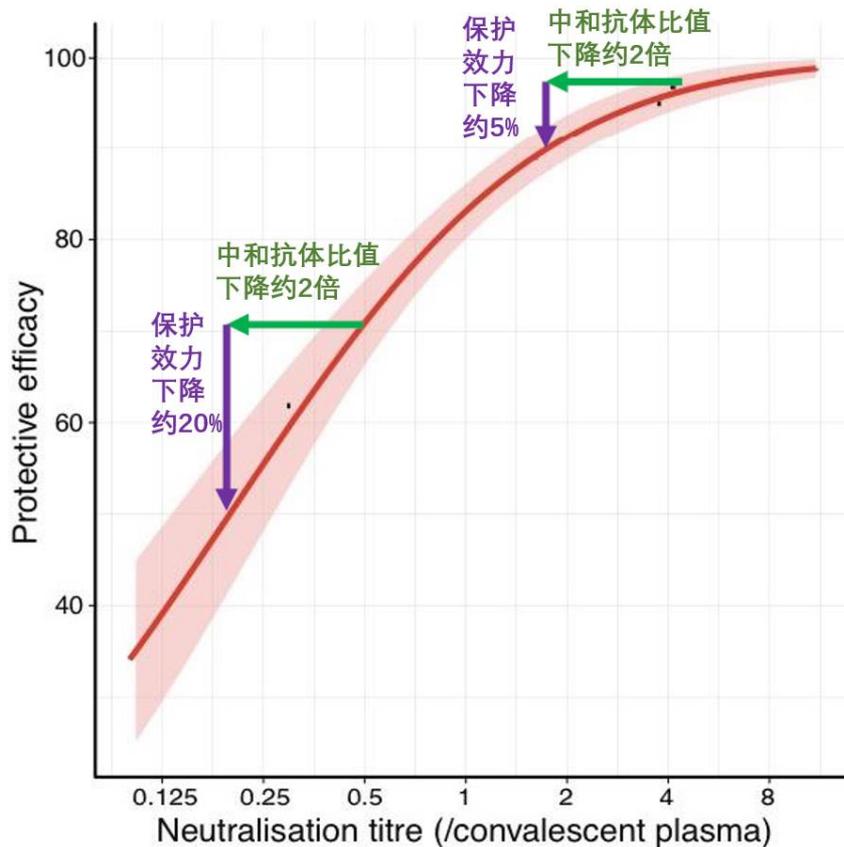
新冠疫苗有效性与中和抗体滴度倍数的关系

图：新冠疫苗有效性（VE）与中和抗体滴度倍数之间呈正相关



资料来源：Nature Medicine, doi: 10.1038/s41591-021-01377-8

图：新冠疫苗有效性（VE）与中和抗体滴度倍数之间呈正相关



资料来源：Nature Medicine, 佰傲谷BioValley

新冠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

新冠病毒主要变异株的系统发育树

DOCS HELP LOGIN

Dataset

ncov

global

Date Range

2019-12-21 2021-07-01

PLAY RESET

Color By

Clade

Filter Data

Type filter query here...

Tree Options

Layout

RECTANGULAR

RADIAL

UNROOTED

CLOCK

SCATTER

Branch Length

TIME DIVERGENCE

Show confidence intervals

Branch Labels

clade

Tin Labels

Genomic epidemiology of novel coronavirus - Global subsampling

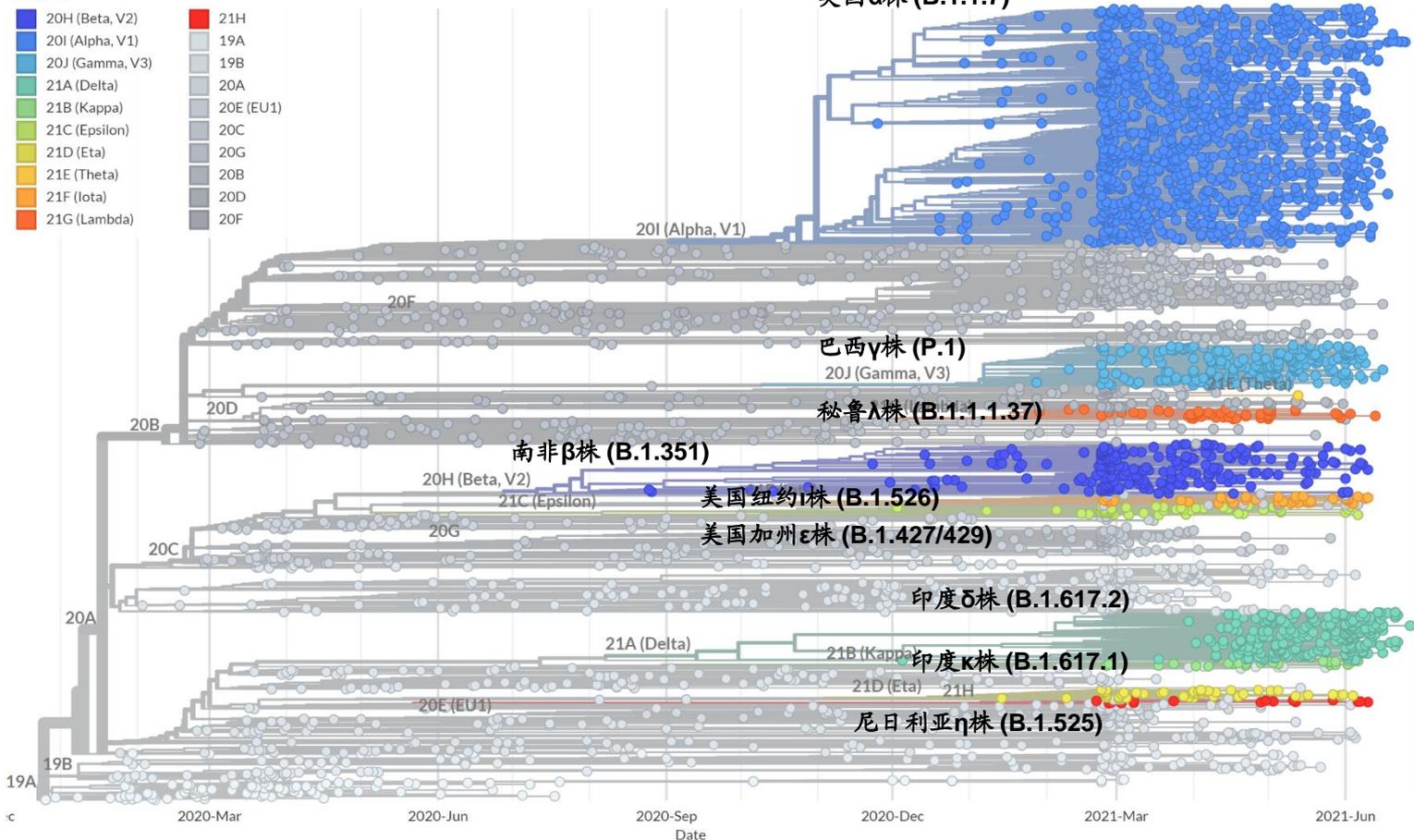
Built with nextstrain/ncov. Maintained by the Nextstrain team. Enabled by data from GISAID.

Showing 3945 of 3945 genomes sampled between Dec 2019 and Jun 2021.

Phylogeny

Clade ^

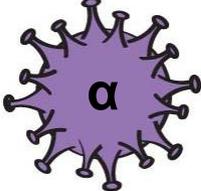
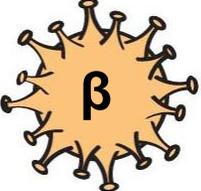
- 20H (Beta, V2)
- 20I (Alpha, V1)
- 20J (Gamma, V3)
- 21A (Delta)
- 21B (Kappa)
- 21C (Epsilon)
- 21D (Eta)
- 21E (Theta)
- 21F (Iota)
- 21G (Lambda)
- 21H
- 19A
- 19B
- 20A
- 20E (EU1)
- 20C
- 20G
- 20B
- 20D
- 20F



资料来源: nextstrain.org, 截止2021.06月底

四大变异株传染性均有增强

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

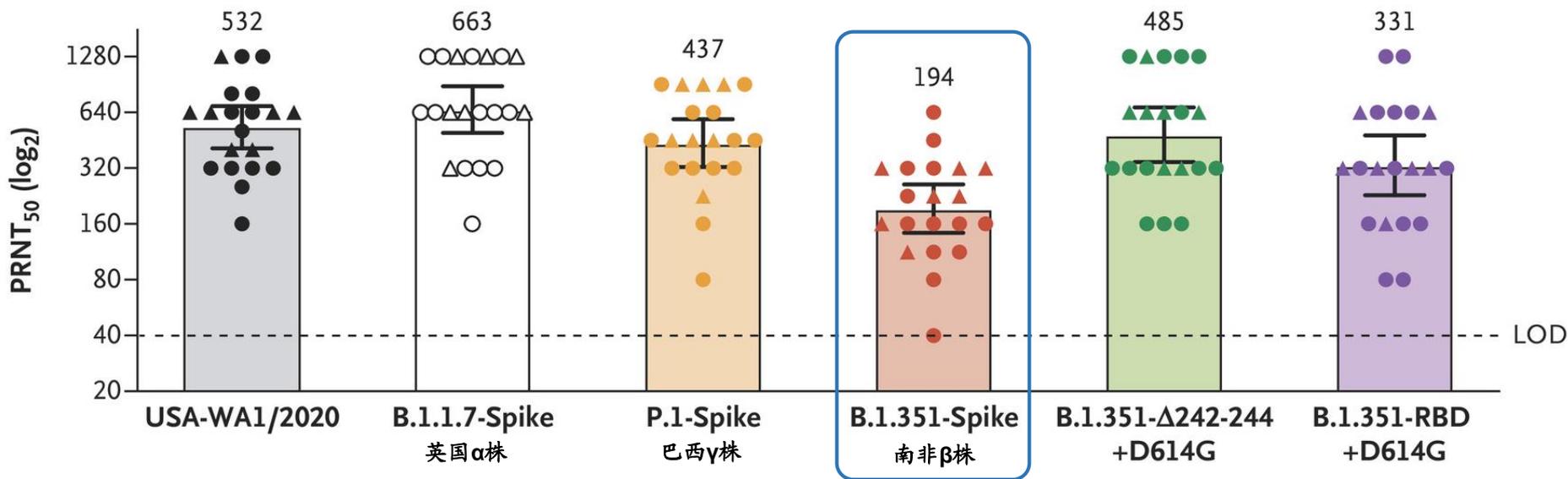
WHO命名新冠病毒变异株	Alpha株	Beta株	Gamma株	Delta株
				
演化支 (clade)	20I	20H	20J	21A
PANGO谱系 (lineage)	B.1.1.7	B.1.351	P.1 (B.1.28.1)	B.1.617.2
其他命名	VOC-202012-01, 501Y.V1	501Y.V2	501Y.V3	VUI-21APR-01
首次记录地点	英国	南非	巴西	印度
首次记录时间	2020.10	2020.11	2020.11	2020.09
广泛报道时间	2020.12	2021.01	2021.01	2021.04
S1-NTD	HV69-70Δ, Y144Δ	L18F, D80A, D215G, LA242-243Δ	L18F, T20N, P26S, D138Y, R190S	T19R, EF156-157Δ, R158G
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 T478K
S1-CTD	A570D D614G P681H	D614G	D614G H655Y	D614G P681R D950N
S2	T716I, S982A, D1118H	A701V	T1027I, V1176F	
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, R0 2.5~3.0	E484K逃逸class 1中和抗体 K417N逃逸class 2中和抗体	E484K逃逸class 1中和抗体 K417T逃逸class 2中和抗体	T478K逃逸class 1中和抗体
流行病学数据推测的严重性	重症/死亡率略有提高	中等	较高, R0 2.5~3.0	很高, R0 3.0~4.0
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	有显著削弱或逃逸可能	有一定削弱或逃逸可能	有一定削弱或逃逸可能

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

部分变异株中和抗体滴度下降，有免疫逃逸潜力

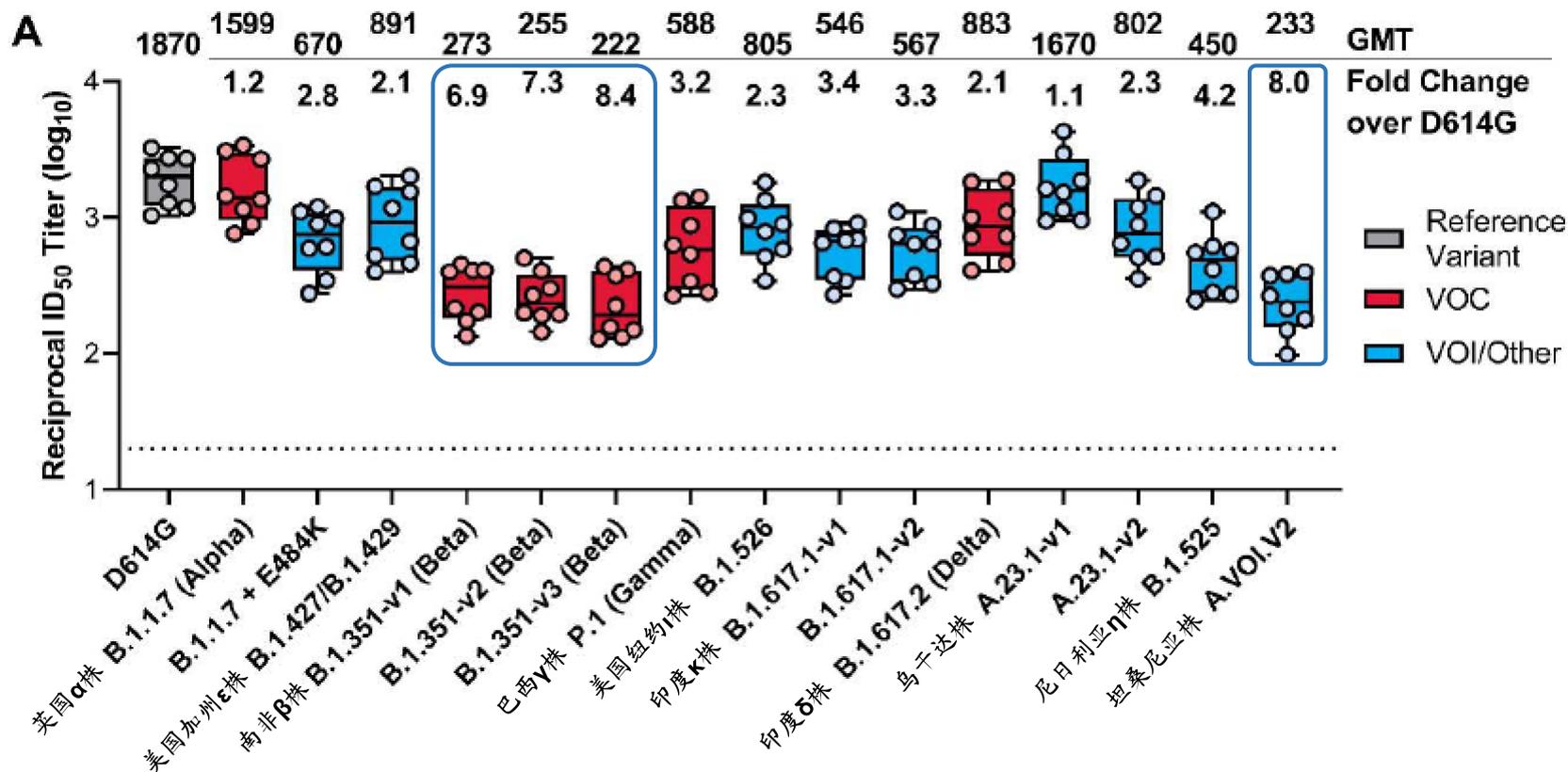
图：BNT162b2疫苗对多种变异株的中和抗体滴度



资料来源：BioNTech, NEJM, doi: 10.1056/NEJMc2102017

部分变异株中和抗体滴度下降，有免疫逃逸潜力（续）

图：mRNA-1273疫苗对多种变异株的中和抗体滴度



资料来源：Moderna, bioRxiv, doi: 10.1101/2021.06.28.449914

变异株给新冠大流行的收尾带来不确定性

根据流行病学：

- 接种疫苗的群体保护率需要达到群体免疫阈值： VR （疫苗接种率） $\times VE$ （真实世界疫苗有效性） $\geq 1-1/R_0$
- 目前多数新冠疫苗对主要变异株仍然具有较好的有效性，显著降低接种者有症状感染、住院、重症、死亡的风险
- 但各国新冠疫苗的接种率爬升至60-70%后难以进一步提升，这对于通过疫苗接种终结全球大流行的策略带来挑战

变异株增强传播性的同时，还削弱了疫苗保护力，使得达到群体免疫阈值的难度不断增加：

- 原始病毒株 R_0 2.0-2.5，RNA疫苗有效性可达90%以上，完全接种率只要达到56-67%以上，即可形成群体免疫（容易）
- 英国变异株 R_0 2.5-3.0，RNA疫苗有效性保持90%左右，完全接种率需要达到67-74%，才能形成群体免疫（较难）
- 印度变异株 R_0 3.0-4.0，RNA疫苗有效性降至75%左右，完全接种率需要达到89-100%，才能形成群体免疫（几乎不可能）

欧美国家仍然面临疫情反复的风险：

- 目前疫苗接种率较高的国家仍然只有60-70%左右，勉强达到（原始病毒株的）群体免疫阈值
- 在印度delta变异株成为主流流行株的大背景下，现在完全放开本土和跨境人员流动，很容易导致疫情死灰复燃、卷土重来以英国为例，其面临多重风险：
 - 输入风险：由于没有航空禁运、入境隔离措施不完备，印度变异株通过国际航空传入英国本土
 - 突破感染风险：由于印度变异株具有一定的免疫逃逸潜力，部分完全接种疫苗的人群仍有可能被感染（但死亡风险较小）
 - 本土传播风险：完全接种率未达到阈值，印度变异株仍以 $Re>1$ 的传播链进行指数传播，未接种疫苗的人群（本可以通过群体免疫得到保护）仍暴露在感染风险中（且感染后死亡率略有升高）

我们认为：

- 不靠疫苗，是无法战胜新冠病毒大流行的
- 只靠疫苗，也很难战胜新冠病毒大流行的
- 需要在广泛接种高保护力疫苗的同时，仍然保持部分非药物干预措施（NPI），如戴口罩、社交隔离、检测追踪等，才能使新冠变异株的有效传播数 $Re<1$
- 我们相信，经过2-3年甚至更长时间，人类最终能够战胜新冠病毒、终结全球大流行（pandemic）；但不一定能很快根除新冠病毒，可能转为区域性地方流行（endemic）
- 战胜新冠病毒需要全球协同抗疫，低流行率、高流行率国家同步采取NPI措施，疫苗生产国、接种国公平分配疫苗

● 细分板块观点

药品板块：第五批药品集采结果公布，关注创新布局与成本优势两条主线

- **化学制剂板块6月走势小幅震荡，第五批集采对相关企业带来一定影响。**截止6月29日，医药生物板块（申万）月内下跌0.56%，化学制药子版块下跌2.93%，月内走势小幅震荡，第五批集采结果公布对相关企业带来一定影响。恒瑞医药月内多个品种获批上市，包括海曲泊帕乙醇胺片、卡瑞丽珠单抗（鼻咽癌）、氟唑帕利胶囊（卵巢癌等）、贝伐珠单抗（结直肠癌、非小细胞肺癌）、阿齐沙坦片等，公司在第五批集采中奥沙利铂、苯磺顺阿曲库铵、度他雄胺、多西他赛、罗哌卡因、帕洛诺司琼拟中标，碘克沙醇及格隆溴铵未中标，尽管大品种碘克沙醇（样本医院份额近60%）未中标可能对其销售带来一定负面影响，但公司整体研发创新实力强大，研发管线有序推进，长期持续看好公司未来成长性。
- **第五批药品集采结果公布，原料药/制剂一体化带来的成本优势持续体现。**本轮集采品种仍主要以化药为主，涉及多个心血管类、抗肿瘤、抗感染、造影剂、呼吸制剂等类别的大品种，且注射剂占比较高，62个品种中30个为注射剂型，超过此前四批集采注射剂型的总数，注射剂型涉及金额约占此次集采总金额的70%。由于注射剂型主要在医疗机构使用，一旦落标有可能失去全国绝大部分市场份额，对部分上市公司2022年经营业绩有一定负面影响。我们认为：仿制药带量采购已经进入常态化，除个别情况外，市场已经较为充分消化了对于化药大品种纳入集采的降价预期和业绩影响。建议关注：1）研发创新能力强、创新药管线丰富、市场竞争格局良好的龙头企业；2）光脚入局边际效应明显、通过原料药/制剂一体化打造成本优势的优秀药企。推荐买入：恒瑞医药、复星医药、中国生物制药、普洛药业。

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 210625	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
600276	恒瑞医药	68.06	4354	0.99	1.23	1.48	1.79	68.8	55.5	45.8	38.1	21.5	2.3	买入
600196	复星医药	67.01	1717	1.43	1.72	2.12	2.51	46.9	39.0	31.6	26.7	10.4	1.9	买入
002422	科伦药业	20.49	292	0.58	0.71	0.82	1.10	35.2	28.9	25.0	18.6	7.1	1.3	买入
000513	丽珠集团	51.90	485	1.83	2.12	2.50	3.01	28.3	24.5	20.8	17.2	11.7	1.6	买入
300558	贝达药业	104.20	432	1.46	1.16	1.57	2.04	71.3	89.8	66.4	51.1	9.4	-4.4	买入
600079	人福医药	27.71	453	0.70	0.97	1.35	1.68	39.4	28.6	20.5	16.5	8.3	0.8	买入
1177.HK	中国生物制药	7.72	1456	0.15	0.17	0.21	0.24	43.7	37.2	31.0	26.6	8.7	2.1	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

原料药：集采受益，一体化打造成本优势

- **原料药6月跑赢医药生物板块整体。**2021年6月1日至6月25日，申万化学原料药板块上涨0.4%，跑赢申万生物医药板块整体（-1.6%）。博腾股份（+32.2%）、美诺华（+19.6%）、键凯科技（+17.2%）、森萱医药（+11.2%）、药石科技（9.9%）、九洲药业（+8.7%）、普洛药业（+7.3%）涨幅居前。
- **第五批集采靴子落地，关注通过原料药制剂一体化打造成本优势的集采受益标的**
- ✓ **普洛药业：**注射用头孢他啶中标，采购省份广西、四川、新疆，中标价5.388元/支，0.5g规格中标量约554万支、中标额约3000万。由于此次集采按品种、差比价规则统一竞价，如若考虑不同规格及集采外销售情况，实际空间有望数倍/十倍于0.5g规格中标额。2020年注射用头孢他啶样本医院销售额约8亿，公司市占率0%，属于光脚状态，此次中标有望带动制剂端增长提速。
- ✓ **华海药业：**利伐沙班片、阿立哌唑片拟中标。利伐沙班片：2019年5月公司向美国FDA申报新药简略申请已获得暂时批准；2021年4月获得国家药监局核准并签发注册批件，暂无销售。阿立哌唑片：2017年12月，公司向美国FDA申报新药简略申请获得批准；2020年3月获得国家药监局核准并签发注册批件，2020年该产品国内市场实现销售收入约0.4亿元。
- ✓ **仙琚制药：**盐酸罗哌卡因注射液、米索前列醇片拟中标。盐酸罗哌卡因注射剂中标价4.98元/支，为纯增量品种。米索前列醇片中标价1.35元/片。

表：原料药重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 21/06/25	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	27.98	330	0.69	0.80	1.00	1.25	40.4	35.0	28.0	22.4	20.02	1.6	买入
300702	天宇股份	36.66	128	1.92	1.98	2.73	3.88	19.1	18.5	13.4	9.4	23.89	0.7	买入
002332	仙琚制药	12.64	125	0.51	0.64	0.79	0.98	24.8	19.7	16.0	12.9	13.66	0.8	无评级
603538	美诺华	46.59	70	1.12	1.47	1.99	2.68	41.6	31.7	23.4	17.4	11.48	0.9	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

* 仙琚制药、美诺华盈利预测为wind一致预期

中药：21年重点工作任务重申推动中医药振兴发展

■ 中药板块跑赢医药生物整体

2021年6月1日至6月25日，申万中药板块下跌0.8%，跑赢申万生物医药板块整体（-1.6%），广誉远（+41.8%）、嘉应制药（+39.0%）、大唐药业（+30.2%）、片仔癀（+16.4%）、生物谷（+14.5%）、马应龙（+8.3%）涨幅领先。

■ 《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》发布，重申推动中医药振兴发展

《任务》指出实施中医药振兴发展重大工程。支持打造一批国家中医药传承创新中心、中西医协同“旗舰”医院、中医特色重点医院、国家中医疫病防治基地，实施名医堂工程，提升县级中医医院传染病防治能力。推进中医医院牵头组建医疗联合体。完善符合中医药特点的医保支付政策，发布中医优势病种。推进国家中医药综合改革示范区建设。**2021年9月底前**，制定实施促进中医治未病健康工程升级的意见。

■ 政策频出：从“中西结合”到“中西并重”，行业新一轮景气周期有望到来

从2016年《中医药发展战略规划纲要》出台到2017年《中国中医药法》首次将“中西并重”列入发展方针，到今年来《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施》等多项鼓励中药发展的政策出台，中药行业新一轮景气周期有望到来，严监管、高要求下顺政策标的业绩持续兑现。

表：中药重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 21/06/25	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
002603	以岭药业	28.39	339	1.02	1.43	1.69	1.92	27.8	19.9	16.8	14.8	14.45	0.8	买入
0570.hk	中国中药	5.22	263	0.33	0.40	0.46	0.49	13.2	10.9	9.4	8.8	9.59	0.8	买入
600436	片仔癀	446.90	2696	2.77	3.39	4.14	5.05	161.3	131.7	107.9	88.5	23.07	6.0	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

* 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

生物制品板块：推荐血制品、疫苗板块

- **血制品板块基本面稳健，回调后投资价值凸显，推荐天坛生物、华兰生物。**血制品行业重点公司的营收增速基本与采浆匹配，由于2020年采浆受到疫情影响，我们预计今年整体业绩平稳；2020年下半年采浆恢复良好，对应今年的业绩预计呈现前低后高的走势。近期板块出现一定的回调，上市公司新开浆站陆续兑现。继续推荐天坛生物：血制品龙头，采浆量行业领先且获批新浆站预期高；定增并注资成都蓉生提升权益占比可增厚上市公司利润；凝血因子类产品获批提升吨浆利润水平，层析法静丙、重组VIII因子保障长期增长。华兰生物：血制品业务稳健，疫苗业务高增长。
- **疫苗行业高景气，营收利润高速增长。**国内新冠疫苗接种数量迅速增长至12亿剂，每日接种量保持在2000万以上，海外疫苗缺口明显，疫情的传播和各种变异株的出现使得抗疫成为一场持久战，新冠疫苗将从Q2开始进入业绩兑现期。HPV、13价肺炎结合苗等大品种持续放量，支持核心疫苗公司营收、利润高速增长。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价 210629	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
600161	天坛生物	34.45	473	0.47	0.55	0.70	0.89	74.0	63.2	49.3	38.7	14.8%	2.6	买入
002007	华兰生物	37.02	675	0.88	1.05	1.27	1.48	41.9	35.3	29.3	25.0	21.0%	1.9	买入
300601	康泰生物	145.90	1001	0.99	1.68	2.84	3.91	147.5	86.8	51.4	37.3	12.1%	1.5	增持
300122	智飞生物	185.15	2962	2.06	3.23	4.18	4.96	89.7	57.4	44.3	37.4	47.5%	1.7	增持
000661	长春高新	385.32	1559	7.53	10.16	12.72	15.32	51.2	37.9	30.3	25.2	31.0%	1.4	买入
600867	通化东宝	11.90	242	0.46	0.54	0.65	0.77	26.0	21.8	18.2	15.5	18.1%	1.2	买入
1530.HK	三生制药	9.04	230	0.33	0.58	0.69	0.80	22.9	13.0	10.8	9.4	10.5%	0.4	买入

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理、预测

医疗器械：5月表现良好，布局创新和低估值标的

- 医疗器械版块6月1日-29日上涨1.75%，表现略好于医药生物版块（上涨1.01%），2021年PE 30倍（剔除负值），主要是高值耗材类和与疫情相关的IVD类领涨。
- 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。近期部分地区出现疫情，大规模筛查较多，此外海外抗原和抗体检测需求旺盛，出口订单持续。推荐买入核酸检测相关标的迪安诊断等。
- 2) 创新医疗器械：贝瑞基因，肝癌早筛全球领先，目前估值处于底部，产品线多个新品申报，期待新品放量。

表：器械板块重点公司估值表

代码	公司简称	股价 210629	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	477.84	5809	5.48	6.60	7.95	9.69	87.3	72.4	60.1	49.3	31.2	3.5	买入
300003	乐普医疗	31.76	573	1.00	1.29	1.60	2.01	31.8	24.7	19.8	15.8	16.3	0.9	买入
1302.HK	先健科技	4.88	226	0.05	0.05	0.06	0.07	104.5	97.6	81.3	69.7	-0.6	6.8	买入
300244	迪安诊断	37.94	235	1.29	1.96	2.07	2.37	29.3	19.3	18.3	16.0	17.0	0.9	买入
710	贝瑞基因	30.34	108	0.59	0.29	0.46	0.61	51.1	105.5	66.4	49.6	4.9	106.3	买入
300639	凯普生物	32.74	96	1.23	1.49	1.78	2.24	26.5	22.0	18.4	14.6	20.3	1.0	买入
300463	迈克生物	42.70	238	1.43	1.76	2.18	2.70	29.9	24.2	19.6	15.8	22.5	1.0	买入
300676	华大基因	117.72	11	5.05	4.39	3.89	4.33	23.3	26.8	30.3	27.2	40.1		买入
2223	鱼跃医疗	36.98	371	1.75	1.28	1.50	1.86	21.1	28.9	24.7	19.9	24.1	14.6	买入
300642	透景生命	86.30	108	1.32	2.54	3.31	4.23	65.2	34.0	26.0	20.4	8.1	0.7	买入
300482	万孚生物	62.91	280	1.42	1.92	2.42	3.11	44.1	32.7	26.0	20.2	23.3	1.1	无
300633	开立医疗	31.40	127	-0.11	0.55	0.72	0.94	-274.1	57.0	43.9	33.5	-6.6		无
603658	安图生物	77.48	454	1.28	2.01	2.63	3.40	60.7	38.5	29.5	22.8	15.0	1.0	无
603882	金域医学	156.55	724	3.26	3.19	3.03	3.50	48.0	49.1	51.7	44.7	48.1	21.0	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

CXO：行业高景气度有望持续，细胞基因治疗CDMO浪潮将起

- **CXO龙头延续上涨态势，预计需求持续旺盛。**截止6月29日，药明康德、泰格医药、康龙化成、凯莱英等龙头公司月内上涨13.61%、11.34%、19.15%、1.88%。行业仍保持较高景气度，预计需求持续旺盛，龙头公司半年报有望延续高增长态势，尽管估值仍处于高位运行，但基本面有较好的支撑。
- **细胞和基因治疗是小分子和大分子之后的新一代疗法，具有潜在的治愈性优势。**细胞和基因治疗（Cell and Gene Therapy, CGT）可通过基因治疗载体将外源的治疗性基因转导至细胞，再通过外源基因的转录和翻译，改变细胞原有基因表达以治疗疾病。其作用方式包括用正常基因替代致病基、使致病基因失活、导入新的或经过改造的基因等。
- **相比于传统的CRO/CDMO服务，CGT的外包服务具有独特性。**在药物研发方面，CGT以基因功能研究为基础，靶向特定细胞内的RNA或蛋白表达，临床前的药理、药效实验的疾病模型构建难度高于传统药物，药代动力学、安全评价体系也相对较新，行业成熟经验较少，对CRO的外包服务需求也可能相对更高。在药物生产方面，基因治疗由于技术机制相对复杂、工艺开发和规模化生产门槛较高、监管要求更为严格、成熟的商业化生产经验有限等原因，可能对CDMO服务有更强的需求。随着CGT技术和产品逐步成熟和上市，相关CXO服务有望随之进入新的快速发展阶段。建议关注：药明康德、康龙化成、博腾股份等。

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	194.93	1701	2.01	2.04	2.68	3.35	97.2	95.6	72.7	58.2	19.9	55.6	买入
603259	药明康德	156.60	4617	1.00	1.59	2.14	2.82	156.0	98.5	73.2	55.5	10.7	1.7	买入
300759	康龙化成	214.78	1706	1.48	1.84	2.49	3.33	145.5	116.9	86.3	64.6	7.0	4.8	买入
688222	成都先导	26.02	104	0.16	0.21	0.36	0.48	162.8	126.4	71.8	53.8	23.5	4.4	增持
1873.HK	维亚生物	11.08	213	-0.20	0.26	0.35	0.46	-55.2	42.1	31.9	24.2	15.0	-0.2	买入
300725	药石科技	159.93	319	0.92	1.41	2.00	2.76	173.4	113.6	79.8	58.0	20.5	2.2	买入
002821	凯莱英	384.78	934	2.98	4.05	5.50	7.34	129.3	95.0	70.0	52.4	18.2	2.6	买入
603456	九洲药业	48.20	401	0.46	0.73	0.96	1.24	105.3	66.1	50.1	38.8	8.3	1.1	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

医疗服务：赛道长坡厚雪，预计21H1业绩高速增长

- 专科服务龙头修复失地，长坡厚雪优质赛道值得长期配置。** 鉴于2020年疫情影响带来的低基数效应，医疗服务板块21H1表现业绩预计将高速增长。在已发布的2021年医改工作任务中重点提到要大力推广“三明医改”经验，加强“医疗、医保、医药”三块领域的联动改革，将重点推进医疗服务价格和人事薪酬制度的改革，医疗服务价格将更好体现技术劳务价值，并会灵活动态调整。今年9月底前将出台相关政策推进医疗服务价格改革试点。医疗服务价格调整后将有力提升医护的工作积极性，具备良好服务能力和优质医疗质量的机构将会受益，有能力吸引专业医生和高年资专家的医疗服务企业有望迎来黄金发展期。
- ✓ 爱尔眼科：** 继续并购体外基金旗下3家眼科医院，有序实现扩张。天津大学爱尔眼科医院挂牌成立，院校合作再下一城，进一步夯实人才培养体系，提升品牌知名度。眼科赛道有着广泛的患者群，所应用技术也在不断迭代革新，爱尔已推出五大专科门诊，规范诊疗流程，提供整体解决方案。预计2021H1归母净利润同比增长超过60%，维持高速增长。
- ✓ 通策医疗：** 近期国产正畸龙头即将上市，市场对于齿科关注度较高。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，蒲公英模式进展较为顺利。2020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。种植、正畸等高附加值项目的占比提升将进一步提升公司盈利能力。预计2021H1归母净利润同比增长超过120%，在疫情后快速修复。
- ✓ 锦欣生殖：** 顺利收购云南九洲医院及和万家妇产医院各19.33%股权，并吸纳前云南省第一人民医院生殖医学科主任马教授加盟标的医院负责全面管理。武汉锦欣举办开业典礼，数十位业界和学术大咖齐聚，通过爱德华兹专家平台促进资源协同，助力武汉锦欣爬坡。辅助生殖为高景气赛道（晚生晚育趋势+不孕不育存量），国内收购稳步推进，海外拓展步履不停，不确定性逐步出清，下半年预计仍有机会落地新的并购项目助力全国版图扩张。预计2021H1归母净利润同比增长约34%~43%，部分业务仍然受到疫情影响。

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	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		2021/06/29	亿元/亿港元	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
300015	爱尔眼科	69.26	3,744	0.42	0.58	0.77	0.99	163.7	119.4	89.9	70.0	17.5%	3.6	买入
600763	通策医疗	410.00	1,315	1.54	2.30	3.07	4.03	266.2	178.2	133.7	101.6	22.9%	4.7	无评级
1951.HK	锦欣生殖	19.68	493	0.10	0.14	0.21	0.27	196.1	138.2	92.4	74.0	3.5%	3.6	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：关注业绩成长性和估值性价比

■ 关注细分赛道龙头和隐形冠军：

- ✓ **康宁杰瑞制药：双抗领跑者，立足差异化。**公司自主研发能力出众，是具备创新基因的Biotech公司。通过整合特色技术平台，拥有强大的in-house研发能力，产品具有license-out潜力。旗下重磅双抗进度全球领先，KN046正处于注册性临床阶段，有望于2022H1就一线sqNSCLC适应症申报BLA。KN035上市在即，作为目前唯一皮下注射剂型，竞争力强，公司将由Biotech转型Biopharma。
- ✓ **威高股份：骨科子公司顺利于科创板上市，威高骨科是国产龙头企业，在脊柱、创伤和关节领域分别排名国产第一、第二和第三，集采环境下有望借助自身品牌优势、销售渠道和产品质量提升市占率。**预灌封产能正逐步释放，预计全年发货量达5.5亿支，未来5年收入高速增长、确定性极强；介入板块国内成长迅猛，全年销售额预计将有大幅增长，爱琅收购价值开始于报表端显现。后续公司将新布局泌尿外科、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。
- ✓ **先健科技：IBS Angel铁基可降解支架于马来西亚获批上市，并获得FDA同情使用，同时正在申报CE认证，铁基平台的价值正在逐步凸显；新一代腹主Yuranos预计于今年底在国内上市，胸腹主支架G-Branch披露FIM中期临床数据，Xuper术中支架获得CE认证；呼吸介入板块Cinenses肺减容回力圈在欧洲完成临床入组；心脏瓣膜板块规划已披露，TAVR和TMVR预计今明两年进入FIM临床。**
- ✓ **现代牙科：国际义齿加工龙头，后疫情时代小型义齿技工室的退出和数字化实践有望不断提升市占率，东莞工厂投产及布局越南工厂有望降低人工成本，美国MicroDental有望扭亏，大幅提升盈利能力；布局TrioClear隐形矫治器业务，已在中国香港、欧洲和澳洲开始推广销售；创始人二代接班，锐意进取，传承“匠人精神”，创新业务布局。**
- ✓ **金斯瑞生物科技：传奇生物在2021 ASCO发布数据，临床表现优异：ORR为95%，其中75%达到sCR/CR；首次缓解中位时间为1.0个月，最佳缓解中位时间为1.9个月。LCAR-B38M于FDA的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。高瓴投资超80亿港元入股金斯瑞及其旗下多家子公司，助力公司业务扩展和研发推进。**

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 亿港元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
		2021/06/29		20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
1177.HK	中国生物制药	7.72	1,456	0.15	0.17	0.21	0.24	52.5	44.7	37.2	32.0	16.5%	2.5	买入
1302.HK	先健科技	4.88	226	0.05	0.05	0.06	0.07	104.5	97.8	79.7	65.2	9.2%	5.7	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	35.65	744	-0.05	-0.10	-0.12	-0.13	-	-	-	-	-	-	买入
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	24.95	233	-0.46	-0.67	-0.71	-0.58	-	-	-	-	-	-	买入
3600.HK	现代牙科	7.37	71	0.11	0.35	0.41	0.47	65.6	21.2	17.9	15.6	4.8%	0.3	买入
0512.HK	远大医药	7.21	256	0.51	0.45	0.55	0.67	14.3	15.9	13.0	10.8	15.9%	1.6	买入
1951.HK	锦欣生殖	19.68	493	0.10	0.14	0.21	0.27	196.1	138.2	92.4	74.0	3.5%	3.6	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

康宁杰瑞制药-B (09966.HK) 深度报告: 双抗领跑者, 立足差异化

- **自主研发能力出众、具备创新基因的Biotech公司。**康宁杰瑞由徐霆博士创立, 专注于抗肿瘤抗体类药物的研发和生产, 致力于解决全球未满足的临床需求。管线中所有分子均为自主研发, 拥有全球的知识产权和商业化开发权利。公司植根于中国市场, 并且具备通过海外临床和合作开发全球市场的潜力。
- **整合特色技术平台, 拥有强大的in-house研发能力。**公司拥有单域抗体平台、CRIB双抗平台、CRAM混合抗体平台以及其他多功能平台, 能够根据不同的生理学需求设计不同作用机制的药物, 包括单域抗体、双抗、双抗ADC等创新分子。公司的研发管线已形成完善的梯队, 平台的研发能力得到验证。
- **重磅双抗进度全球领先。**KN046正处于注册性临床阶段, 有望于2022H1就一线sqNSCLC适应症申报BLA, 进度全球领先。KN046在PD-1单抗响应较差的瘤种中展现出提升ORR并延长PFS及OS的潜力, 且毒副作用可控, 成为下一代肿瘤免疫治疗的基石药物。并且, KN046在PD-1经治患者中带来的生存获益可能为它打开广阔的二线用药市场, 成为重磅炸弹药物。KN026在HER2+的乳腺癌和胃癌中均表现出优异的疗效, KN026+KN046的combo能为患者带来免化疗的治疗方式。
- **KN035上市在即, 公司由Biotech向Biopharma转型。**KN035是皮下注射的PD-L1单抗, 具备差异化的竞争优势, MSI-H适应症已在中国申报BLA, 预计将在今年上市销售。公司目前已形成6000L的产能, 预计将在2022年翻倍, 并启动30000L的产能建设; 公司已做好充分的准备, 从研发型公司迈向下一个发展阶段。
- **他山之石: 双抗行业数十年积累, 重磅产品相继上市。**双抗的概念在1960年就被提出, 经过数十年的发展, 已有4个产品获批上市, 罗氏的Hemlibra和强生的Rybrevant均有成为重磅炸弹的潜力。双抗可以具备独特的生理学功能, 各家公司都开发了不同的技术平台以研发不同结构的双抗。我们认为, 没有一个技术平台或者双抗形态适合所有的需求, 行业呈现百花齐放的态势。中国的双抗临床进度全球领先, 有望形成全球化的竞争优势。
- **投资建议: 双抗领跑者, 自主研发能力强大。首次覆盖, 推荐“买入”。**康宁杰瑞具备完善的技术平台和强大的自主研发能力, 瞄准全球市场, 产品具有license-out的潜力。在研的重磅双抗KN046和KN026适应症差异化布局, 市场空间广阔, 进度全球领先; KN035即将上市, 作为目前唯一皮下注射剂型, 竞争力强。我们预计公司2021~2023年的营收为0.17/1.00/4.10亿元, 净利润为-6.27/-6.69/-5.39亿元。公司专注于新型抗体的开发, 自主研发能力强大, 首次覆盖, 推荐“买入”。

以岭药业（002603）深度报告：不止是“连花清瘟”

■ 高层定调促中药发展，注重循证是未来方向

从“中西结合”到“中西并重”，顶层定调决定行业发展趋势，利好政策频出背景之下中药行业有望开启新一轮政策景气周期。同时，在强监管、高标准下中药新药获批难度急剧加大，中医药理论、人用经验和临床试验“三结合”的严格审评证据体系成为中药创新的金标准。

■ 公司：持续推陈出新，做“三结合”的践行者

以岭药业契合“三结合”的审评证据体系，产品疗效及持续推陈出新能力得到验证。中医药理论方面：吴以岭院士为公司创始人，独创中医络病学新学科，在全国40余所高等医学院校开课，拥有中西医师会员40余万人，络病理论持续指导公司中药新药研发。人用经验方面：产品在各等级医疗机构具有广泛的人用基础，形成了“以岭医院（三级甲等）院内制剂—临床阶段中药--上市专利中药”的多层级产品队列，研发管线具备可持续性，2020年连花清咳片获批上市，成为2019-2020年两年内共获批的五款中药新药之一。临床试验方面：以心脑血管事件等硬终点为临床指标、开展千人级别随机双盲对照试验，用西医的标准做中药，得到医生群体的广泛认可。

■ 助力疫情+屡获大奖，品牌步入新阶段

疫情之下连花清瘟大放异彩引公司获市场广泛关注，叠加心脑血管系列产品及其研究获得国家科技进步一等奖，公司知名度大幅提升，有望带动全线产品销售提速，品牌步入新阶段。

■ 风险提示：大品种收入下滑风险，新药研发不及预期、集采风险

■ 投资建议：络病为基，循证为本，维持“买入”评级

预计2021-2023年归母净利润16.0/18.6/21.8亿元，同比增速+32%/+16%/+17%，当前股价对应PE为21.8/18.8/16.0x，合理股价32.32-39.54元，较当前股价29.07元有11%-36%溢价空间，公司围绕心脑血管、呼吸等领域开发多种强标杆型、拥有自主知识产权的专利中药，并经循证医学充分验证，在医药行业形成独具特色的产品布局优势，维持“买入”评级。

现代牙科（03600.HK）深度报告： 义齿加工龙头，隐形正畸新秀

■ 现代牙科：国际化的义齿加工龙头，业绩迎来拐点

全球义齿市场规模超过300亿美元，中国为义齿出口大国，市场增速较快，老龄化趋势下对义齿的刚性需求将持续提升治疗渗透率。现代牙科从义齿加工室起家，持续并购实现欧洲、北美、澳洲等地区的国际化布局，海外营收占比近80%，在多个国家市占率处于领先地位（香港市占率超过50%），新冠疫情加速淘汰小型技工室，进一步提升公司市场份额。经过多年的全球并购整合，叠加数字化趋势，经此一疫，公司盈利能力持续提升，业绩实现底部反转，未来值得期待。

■ 业务模式：“传承+创新”！步入发展新阶段

义齿加工是传统“手艺活”，但实现“大规模+个性化”定制式生产和服务则需要极强的精细化运营能力。公司以“低成本+高品控”优势占领海内外高端市场，东莞及后续越南工厂投产将提升毛利率。数字化潮流下带来新的发展机遇，2016年公司已在全球建立四个主要数字化生产中心；并与多个知名品牌（士卓曼、爱尔创、拜博等）达成业务合作，不断提升终端覆盖和服务。公司新一代年轻接班人拥有高学历海归牙科背景，有望在传统业务和数字化机遇并存时代，迎来新发展。

■ 隐形正畸：微笑时代，新秀入局

国内隐形正畸渗透率较低，2030年预计市场规模接近300亿美元。隐形矫治器产品“材料+设计+品牌”缺一不可，龙头公司具备较强先发优势。现代牙科TrioClear（透舒丽）于2020年先后在香港、澳洲和欧洲推出，采用了独特的3步方案，并结合独家TrioDim Force技术，减少使用附件，节省诊疗时间，有望借助现有2万多名海外牙医网络实现交叉销售，打造又一个具备发展想象力的“现代牙科”

■ 风险提示：新冠疫情反复导致海外业务不及预期

■ 投资建议：义齿加工龙头，隐形正畸新秀，推荐“买入”

预计2021-23年归母净利润为4.02/4.74/5.45亿港币，当前股价对应PE 20/17/14X。综合绝对估值和相对估值，公司合理股价在10.73~12.24港币，相较当前股价8.17港币（2021-05-31）有31%-50%溢价空间，估值极具性价比，首次覆盖，给予“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
2021-06-27	医药行业一周观察：药品国采靴子落地，关节集采有序推进	行业研究	行业快评
2021-06-21	医药行业一周观察：消费及智能化医疗风起，年度医改重点工作任务发布	行业研究	行业周报
2021-06-15	医药行业一周观察：从数据出海到产品出海，看好全球化的创新药公司	行业研究	行业周报
2021-06-15	康宁杰瑞制药-B-深度报告：双抗领跑者，立足差异化	公司研究	深度报告
2021-06-07	以岭药业-002603-深度报告：不止是“连花清瘟”	公司研究	深度报告
2021-06-06	医药行业一周观察：药品与器械集采持续推进，科兴疫苗纳入WHO紧急使用清单	行业研究	行业周报
2021-06-03	国信证券-医药生物2021年6月策略：不忘疫情防控，重视创新与消费升级	行业研究	行业投资策略
2021-06-01	国信医药-现代牙科-03600.HK-深度报告：义齿加工龙头，隐形正畸新秀	公司研究	深度报告
2021-05-31	医药行业一周观察：本土病例催化接种热潮，持续关注疫苗产业链	行业研究	行业快评
2021-05-24	医药行业一周观察：2021年ASCO即将召开，关注全球化创新研发主线	行业研究	行业快评
2021-05-20	国信证券-医药生物2021年5月策略：春暖花开，发掘细分产业链机会	行业研究	行业投资策略
2021-05-17	医药行业一周观察：医药板块强势反弹，关注疫苗及全球化创新	行业研究	行业快评
2021-05-09	透景生命-300642-2020年年报暨2021年一季报点评：业绩符合预期，21Q1强劲复苏	公司研究	财报点评
2021-05-08	医药行业一周观察：理性看待疫苗专利风波，关注细分产业链投资机会	行业研究	行业快评
2021-05-07	贝瑞基因-000710-2020年年报暨2021年一季报点评：疫情影响业绩，期待新产品放量	公司研究	财报点评
2021-05-07	迈瑞医疗-300760-2020年年报暨2021年一季报点评：海外加快突破，器械龙头稳步远航	公司研究	财报点评
2021-05-06	医药生物2021年5月策略：春暖花开，发掘细分产业链机会	行业研究	行业投资策略
2021-05-06	医药行业一周观察：21Q1成绩单已出，关注业绩持续兑现标的	行业研究	行业周报
2021-05-06	天坛生物-600161-2020年报及2021一季报点评：Q1业绩略超预期，规模化优势有望进一步扩大	公司研究	财报点评
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

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