

医药生物

证券研究报告

2021年07月18日

终局思维在医药投资中的思考（第 60 篇）

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

杨松

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521020001

yangsong@tfzq.com

张雪

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521020004

zhangxue@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《医药生物-行业研究周报:创新药的审批政策思路未有重大变化》

2021-07-11

2 《医药生物-行业研究周报:创新药的政策框架分析》

2021-07-04

3 《医药生物-行业点评:医保药品目录调整工作方案公布,调整正式启动》

2021-07-02

行业动态:

1) 国家医疗保障局办公室关于印发按病种分值付费(DIP)医疗保障经办管理规程(试行)的通知,积极稳妥推进区域点数法总额预算和按病种分值付费,规范按病种分值付费(DIP)的经办管理工作。

2) 国家药监局关于发布医用康复器械通用名称命名指导原则等6项指导原则的通告,进一步规范医疗器械通用名称,加强医疗器械全生命周期管理。

3) 国务院医改领导小组秘书处发布关于综合医改试点省份率先推动公立医院高质量发展的通知,通知要求各试点省份要于2021年9月中旬前制定完成实施方案。

市场观察:

受CXO、医美等板块反弹,上周医药生物板块上涨2.61%(排名7/28),年初至今板块上涨5.40%(排名12/28),近期整体行情以震荡为主,主线相对较为模糊。

投资思考: 终局思维在医药投资中的思考

近三年都是医药股的大年,从2018年因下半年中美贸易战以及药品带量采购的影响,板块指数下跌接近30%,2019年和2020年医药板块表现都相当亮眼,尤其是考虑到板块内部从2019年开始加速分化,行业内部分细分龙头公司过去几年为投资者带来相当丰厚的超额收益,尽管这些公司的业绩也当表现良好,但在估值上亦有较大幅度的提升,我们曾在3月27日的周报中分析过“2019年至今(3月37日),医药前十大市值公司——利润增长平均值为81%,但市值增加平均值为277%,预测PE增加平均值为103%”。在PE估值更多的结果,更多的是原因是估值方法的转变,比如DCF的估值被越来越多的引入讨论到各种不同类型公司,而不是再局限于创新药公司的管线估值。终局思维的引入要充分考虑的一些要素。我们认为终局思维其出发点是对于企业竞争状态的一种判断,而从实际的情况看,企业经营面临的情况异常复杂,站在当前时点预判10年后的竞争格局恐怕准确率不会太高。如果我们在对于企业的价值判断中,需要做终局判断,我们认为至少以下几个要素值得重点关注:1)要有较为长期的经营验证,企业经营具有持续性或者说是路径依赖,如果一个企业没有较长周期的验证,很容易将短期成功长期化。2)要考察企业业务的社会价值,如果一个企业的业务或产品本身的社会价值存疑,那从长期来看,会面临较大的萎缩风险。3)要考虑归零风险。4)要考虑成本要素的变化。5)要考虑代际传承。

近期建议选股思路(按先后顺序):

1) 医疗服务: 国际医学、通策医疗、锦欣生殖(H)、爱尔眼科、信邦制药、海吉亚医疗(H)、盈康生命,建议关注三星医疗;

2) 消费医药: 四环医药(H)、华东医药、复锐医疗科技(H)、爱博医疗、长春高新、时代天使(H)、片仔癀、鱼跃医疗,建议关注欧普康视、现代牙科(H);

3) 创新药: 信达生物(H)、贝达药业、康诺亚(H),建议关注: 君实生物(H)、康方生物(H)、百济神州(H)、再鼎医药(H);

4) CXO: 凯莱英、药明康德、泰格医药、博腾股份、药石科技;

5) 医疗器械: 迈瑞医疗、三友医疗、南微医学、英科医疗、翔宇医疗;

6) 精选个股: 一心堂、百洋医药。

风险提示: 市场震荡风险,研发进展不及预期,个别公司外延整合不及预期,个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险。

1. 一周观点：全面看好医疗服务板块投资机会

行业动态：

- 1) 国家医疗保障局办公室关于印发按病种分值付费（DIP）医疗保障经办管理规程（试行）的通知，积极稳妥推进区域点数法总额预算和按病种分值付费，规范按病种分值付费（DIP）的经办管理工作。
- 2) 国家药监局关于发布医用康复器械通用名称命名指导原则等 6 项指导原则的通告，进一步规范医疗器械通用名称，加强医疗器械全生命周期管理。
- 3) 国务院医改领导小组秘书处发布关于综合医改试点省份率先推动公立医院高质量发展的通知，通知要求各试点省份要于 2021 年 9 月中旬前制定完成实施方案。

市场观察：

受 CXO、医美等板块反弹，上周医药生物板块上涨 2.61%（排名 7/28），年初至今板块上涨 5.40%（排名 12/28），近期整体行情以震荡为主，主线相对较为模糊。

投资思考：终局思维在医药投资中的思考

近三年都是医药股的大年，从 2018 年因下半年中美贸易战以及药品带量采购的影响，板块指数下跌接近 30%，2019 年和 2020 年医药板块表现都相当亮眼，尤其是考虑到板块内部从 2019 年开始加速分化，行业内部部分细分龙头公司过去几年为投资者带来相当丰厚的超额收益，尽管这些公司的业绩也当表现良好，但在估值上亦有较大幅度的提升，我们曾在 3 月 27 日的周报中分析过“2019 年至今（3 月 31 日），医药前十大市值公司——利润增长平均值为 81%，但市值增加平均值为 277%，预测 PE 增加平均值为 103%”。在 PE 估值更多的结果，更多的是原因是估值方法的转变，比如 DCF 的估值被越来越多的引入讨论到各种不同类型公司，而不是再局限于创新药的公司的管线估值。

终局思维的引入要充分考虑的一些要素。我们认为终局思维其出发点对于企业竞争状态的一种判断，而从实际的情况看，企业经营面临的情况异常复杂，站在当前时点预判 10 年后的竞争格局恐怕准确率不会太高。如果我们在对于企业的价值判断中，需要做终局判断，我们认为至少以下几个要素值得重点关注：

- 1) 要有较为长期的经营验证，企业经营具有持续性或者说是路径依赖，如果一个企业没有较长周期的验证，很容易将短期成功长期化。
- 2) 要考察企业业务的社会价值，如果一个企业的业务或产品本身的社会价值存疑，那从长期来看，会面临较大的萎缩风险。
- 3) 要考虑归零风险。
- 4) 要考虑成本要素的变化。
- 5) 要考虑代际传承。

近期建议选股思路（按先后顺序）：

- 1) 医疗服务：国际医学、通策医疗、锦欣生殖（H）、爱尔眼科、信邦制药、海吉亚医疗（H）、盈康生命，建议关注三星医疗；
- 2) 消费医药：四环医药（H）、华东医药、复锐医疗科技（H）、爱博医疗、长春高新、时代天使（H）、片仔癀、鱼跃医疗，建议关注欧普康视、现代牙科（H）；
- 3) 创新药：信达生物（H）、贝达药业、康诺亚（H），建议关注：君实生物（H）、康方生物（H）、百济神州（H）、再鼎医药（H）；
- 4) CXO：凯莱英、药明康德、泰格医药、博腾股份、药石科技；

- 5) 医疗器械：迈瑞医疗、三友医疗、南微医学、英科医疗、翔宇医疗；
- 6) 精选个股：一心堂、百洋医药。

风险提示：市场震荡风险，研发进展不及预期，个别公司外延整合不及预期，个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险。

2. 重要公司报告摘要

2.1. 一心堂：收购四川本草堂，加强川渝地区布局

事件：

2021年7月10日一心堂药业发布公告，同意公司全资子公司一心堂药业（四川）以自有资金5500万元对四川本草堂药业进行增资，并在增资完成后一个月内以自有资金9900万元受让本草堂36%股权，预计增资及受让完成后一心堂（四川）持有本草堂56%股权；本草堂将继续由原团队进行管理经营，并承诺2021-2023年净利润指标实现0.20/0.25/0.30亿元。同时为保障子公司经营需要，公司拟以自有资金2.5亿元增资一心堂（四川），增资完成后，一心堂（四川）的注册资本将由5000万元增至30000万元。

收购四川本草堂，加强川渝地区布局

公司门店扩展趋势继续保持良好发展势头持续加强川渝地区布局截至2021Q1，公司共拥有直营连锁门店7537家，其中四川地区门店数量940家，较2020Q1净增加门店175家；重庆地区门店数量279家，较2020Q1净增加门店63家，川渝地区品牌与规模效应已然建立。四川本草堂药业成立于2002年，已发展成为四川省医药流通领军型企业，构建了覆盖广泛、配送快捷、信息准确的医药营销网络体系2021H1销售收入突破10亿元，本次收购将进一步加强公司在川渝地区的药品销售网络建设，拓展公司在川渝地区的覆盖能力，为门店数量的第二波成长打下坚实基础。

跨区域布局业务逐步加速

公司夯实云南龙头，发力异地扩张，川渝、桂琼地区多点开花，截止至2021Q1，云南省外门店数量占比达到41%，公司进一步加强内生精细化管理，销售费用率、管理费用率分别同比下降了0.36/0.15个百分点，财务费用率同比增长0.49个百分点，净利率提升至7.58%，精细化管理成效凸显2020年受防疫物资销售影响，公司毛利率有所下滑，随着疫情缓解2021Q1公司综合毛利率恢复至37.01%，盈利能力有望逐步提升。公司有序推进配方颗粒研发，在中药的产能、产值上得到进一步提升2020年公司中药类销售同比增长39.26%，营业收入占比提升至8.86%，公司完成配方颗粒的小试研究，共计提交配方颗粒备案资料品种291种并全部取得备案批件，截止目前，公司配方颗粒项目共取得药监局备案批件品种609个。

风险提示：新店拓展不及预期风险，市场竞争风险经营管理风险。

2.2. 博腾股份：业绩高增长延续，各版块持续“升温”

事件概要：

公司于7月12日发布2021半年度业绩预告，预计实现归母净利润2.10-2.23亿元，同比增长60%-70%；实现扣非归母净利润1.89-2.01亿元，同比增长60%-70%；实现营业收入12.03-12.95亿元，同比增长30%-40%，整体业绩略超预期。

原料药CDMO：109多功能车间投产与上海研发中心扩建，带来板块确定性提升

CMO产能实现全新突破，长寿生产基地多功能GMP车间（109车间）于6月18日正式投产，带来186.8m³临床阶段至商业化阶段项目产能补充，该车间约75%操作单元可实现自动化，智能化工厂探索不断深入，未来公司有望通过全面智能化带来生产效率倍速提升。

CRO 能力进一步夯实,公司拟投资 1.8 亿元扩建上海研发中心一期项目,面积超 1.6 万^m²,预计 2022 年 Q4 投入运营,扩大现有业务团队及技术平台容量,实现 API IND 批次 GMP 生产及放行,公司新技术服务能力将得到较大幅度提升。

生物 CDMO: 与凯地生物战略合作 CAR-T 项目,未来表现值得期待

2021 年 5 月博腾生物与凯地生物达成战略合作,为凯地生物多个 CAR-T 项目提供 CMC 研究开发服务,涵盖质粒、病毒载体与 CAR-T 细胞工艺开发及临床申报等,首个合作项目针对肝癌及胶质瘤的 KD-025 CAR-T 产品已在多中心开展 POC 临床试验并完成多例临床回输,国内外 IND 申报进行时,公司将在与凯地生物的合作过程中逐步完善技术平台,实现服务能力全面提升。2021 年 4 月博腾生物完成 4 亿元 A 轮融资,融资资金将用于二期商业化项目建设,重点建成腺相关病毒悬浮无血清工艺平台,预计在 2022 年实现 500L 规模放大,全面提高商业化产能供应。

制剂 CDMO: “API+制剂”端到端服务,迈向智能制造新征途

2021 年 5 月公司智能化制剂 CDMO 服务基地一期项目正式开工,建筑面积约 2.19 万平方米,计划建设 5 个车间,预计将建设包括高活、口服固体制剂、注射剂等多剂型,具备从研发、临床到商业化等各阶段工艺生产能力的智能化平台。智能化制剂基地将分为三期建设,从一期的小规模、多剂型平台逐步到三期的大规模、高柔性智能化生产基地。预计随着智能化制剂工厂建成投产,将与公司原料药 CDMO 板块形成联动,推动智能高效的一站式“API+制剂”CDMO 平台兑现加速。

风险提示: 所服务创新药研发进度及终端市场需求波动风险; 新业务投资风险; 汇率波动风险; 环保安全风险; 业绩预告是初步测算结果,具体财务数据以公司披露公告为准

2.3. 康希诺: 疫苗行业的创新新星

创新技术+品种开发能力+国际化筑起康希诺护城河

康希诺于 2009 年 1 月成立,汇聚多位曾领导国际创新疫苗研发的知名科学家和疫苗行业资深专家,致力于为中国及全球提供创新、优质、可及的疫苗,我们认为公司具备 3 点核心竞争优势:

1) 创新技术为核心,公司拥有 4 大技术平台: 蛋白结构和设计重组技术、多糖蛋白结合技术、制剂技术和腺病毒载体疫苗技术,较好掌握疫苗开发的重难点,此外目前公司已与全球领先纳米药物开发制造商加拿大的 Precision NanoSystems (PNI) 达成协议,布局 mRNA 疫苗平台。

2) 疫苗品种的开发能力,在疫苗研发方面,公司围绕着更新换代、进口替代和全球创新三个方面布局,目前利用腺病毒载体技术平台成功研发并上市了埃博拉疫苗和新冠疫苗。在产业化生产方面,公司掌握疫苗放大量产的工艺,已经建成年产能 2-3 亿剂疫苗的天津工厂,目前已经开始投产。在商业化销售方面,公司多角度提升商业化能力,通过自建团队目前已覆盖 10 多个核心人口大省,并与外部企业合作推广,如辉瑞负责四价脑膜炎球菌结合疫苗推广。

3) 国际化的战略布局,公司研发的疫苗对标国际主流品种,申报和临床试验兼顾中国和海外市场并与海外公司开展技术研发等战略合作。

2021 年产品开始商业化,中长期管线瞄准重磅品种

康希诺 2021 年有望实现扭亏为盈: 新冠腺病毒载体疫苗于 2021 年 2 月 25 日在中国获批有条件上市,年产能 5-7 亿剂。二价脑膜炎球菌多糖结合疫苗于 2021 年 6 月 22 日获批上市,四价脑膜炎球菌多糖结合疫苗已提交新药上市申请,预计 2021 年有望获批上市。脑膜炎球菌多糖结合疫苗替代多糖疫苗为大趋势,四价脑膜炎球菌多糖结合疫苗将弥补中国空白市场,二价脑膜炎球菌多糖结合疫苗有望纳入一类苗,康希诺双产品布局有望带来整体协同效应。

公司在研管线中有多款疫苗对标全球销售额前 10 的品种——1) 创新型肺炎疫苗，13 价肺炎球菌多糖结合疫苗正处于临床试验 3 期，公司研发的广谱肺炎疫苗 (PBPV) 采用非血清型技术，囊括 98% 以上的肺炎球菌，与传统疫苗相比覆盖范围更广。2) 潜在全球最佳疫苗的百白破系列，公司研发的婴幼儿用 DTcP 疫苗有望弥补中国无组分百白破疫苗国产市场的空白；DTcP 加强疫苗和青少年及成人用 Tdcp 为青少年和成人提供百白破加强免疫的疫苗，填补国内空白。3) 全球首创的结核病加强疫苗，可以激活黏膜免疫，解决卡介苗保护周期仅 10-15 年的痛点。

风险提示：新冠腺病毒载体疫苗销售不及预期，在研产品获批不及预期，产能释放不及预期，研发不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com