

医药保健

医药行业一周观察

超配

(维持评级)

2021年08月29日

板块波动加大，重视“黄金坑”的投资机会

证券分析师:	陈益凌	021-60933167	chenyiling@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
证券分析师:	马千里	010-88005445	maqianli@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码:	S0980521070001
联系人:	陈曦炳	0755-81982939	chenxibing@guosen.com.cn		
联系人:	张超	0755-81982940	zhangchao4@guosen.com.cn		

■一周核心观点

板块波动加大，重视“黄金坑”的投资机会。今年以来，医药生物板块下跌 8.73%，在所有申万一级行业中表现属于中下游。由于医保控费、集采等政策性压力，高估值的板块出现了分化，甚至龙头公司的股价也出现了大幅波动：创新药龙头恒瑞医药、医疗器械龙头迈瑞医疗、血制品和流感疫苗龙头华兰生物、生长激素龙头长春高新等个股的股价在本月均创下年内新低。我们认为，当前行业对于控费、降价等政策性影响的恐惧情绪较强；但是中国的医疗支出占 GDP 的比例远低于发达国家，未来还有很大的增长空间，每年的医保支出同样维持持续增长，控费更多是结构性的调整，“腾笼换鸟”利好真正具有创新性、能够带来临床获益的药品和器械。当前时点，应以长期的眼光看待板块的投资机会，重视优质个股的调整带来的“黄金坑”机会。我们维持中期策略报告中的观点以及推荐主线，建议重点关注差异化创新、国际化潜力、消费升级三条投资主线，并且关注估值安全垫高的优质公司，**推荐恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、药明生物、复星医药、智飞生物、爱尔眼科、普洛药业、三生制药、锦欣生殖、天坛生物、迪安诊断。**

恒瑞医药的估值受短期增速拖累，全球创新价值被低估

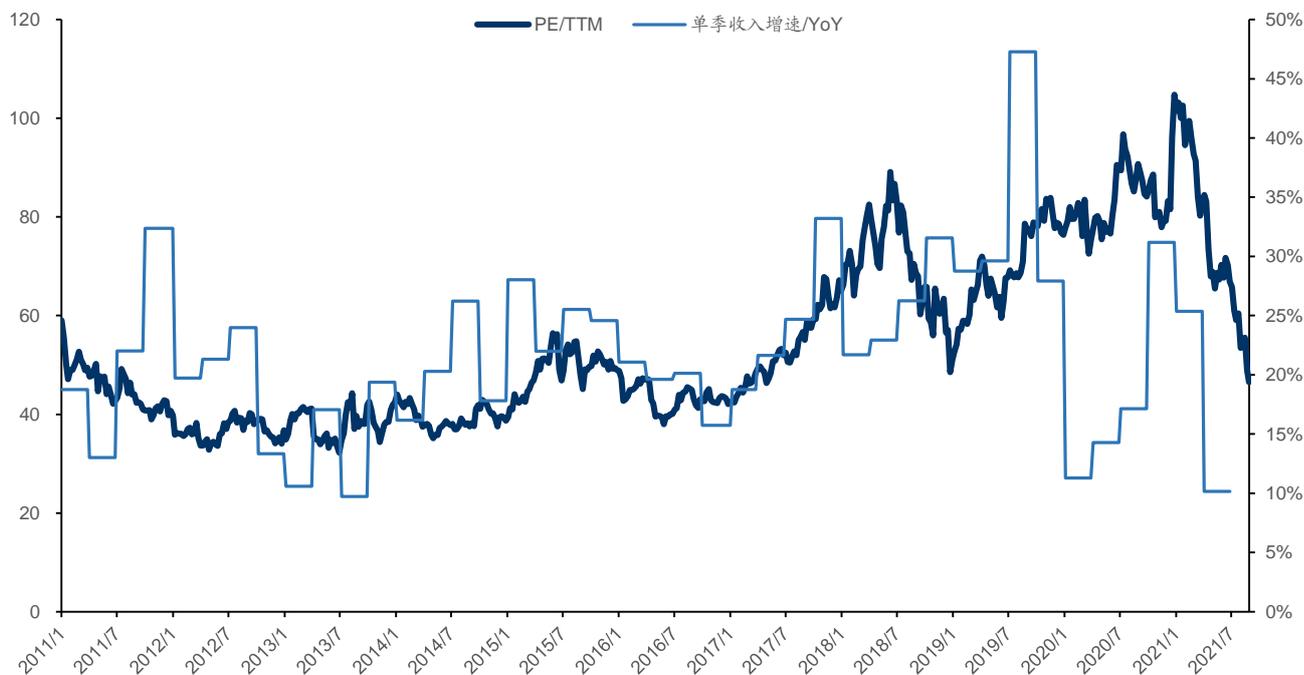
恒瑞医药的估值体系类似于 PEG，不同于纯创新药企业。与生物科技 (biotech)、生物制药 (biopharma)、医疗器械科技 (medtech) 公司不同，作为传统仿制药向创新药转型较为成功的代表性公司，恒瑞医药的收入、利润体量较大，估值与短期业绩增速仍有较强的相关性，体现出类似于 PEG 的估值体系；现阶段创新药业务保持稳定增长，但恒瑞医药的估值体系受到仿制药业务波动的影响较大。2021H1 创新药收入 52 亿元、占比接近 40%，但受到仿制药带量集采的影响，2021Q2 单季收入环比负增长，同比增速仅 10.15%，为 8 年来最低水平（新冠疫情期间 2020Q1 +11.28%，招标降价阶段 2013Q1 +10.59%、2013Q3 +9.74%）。

回顾过去：恒瑞医药的内生增长驱动股价和市值屡创新高。2014 年起，公司收入增速回升至 20% 以上，估值中枢也站稳 50 倍以上。尽管过去 7 年间估值在 ttm 40-70 倍区间内波动，但从长期趋势看，公司市值增长几乎都是由内生增长驱动的。2013-2020 年，公司收入增长 3.5 倍、CAGR=24%，归母净利润增长 4 倍、CAGR=26%；2013 年中至今，公司市值从 400 亿元扩张至 3000 亿元，IRR=27%，股价和市值增长与收入和利润增长基本同步。

展望未来：恒瑞医药的全球创新将驱动进入新的发展阶段。随着仿制药业务逐步萎缩，恒瑞医药将在 2-3 年内转型成为以创新药业务和研发管线为主，适用于巅峰销售额估值体系。在当前转型期间恒瑞医药苦练内功，创新能力不断提升、研发管线继续增厚、全球化布局逐步成型。后续多个国内创新药上市销售、海外注册获批、更前沿的全球创新药布局不

断成熟等里程碑事件，将驱动恒瑞医药从 2023 年起重新进入由国内外创新药驱动的新的发展阶段；市场会重新认知恒瑞医药在 2020 年半年度报告中列示的 6 页纸研发管线的潜在价值，以及多个技术平台全面布局的战略意义。我们重申对恒瑞医药的买入评级，认为仿制药业务对增长和估值的拖累是暂时性的，全球创新价值未能被充分认知。

图 1：恒瑞医药 PE/TTM（左轴）和单季度收入增速（右轴）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

智飞生物新冠疫苗 3 期数据亮眼，利好海外市场及国内加强针市场

事件：2021 年 8 月 27 日，智飞生物和中科院微生物所合作研发的新冠疫苗 ZF2001 公布 III 期临床关键数据。本次全球多中心临床试验在我国湖南省、乌兹别克斯坦、印度尼西亚、巴基斯坦和厄瓜多尔开展，实际入组 28500 人，其中疫苗组 14251 例、安慰剂组 14249 例。共监测到全程接种后的主要终点病例数 221 例，ZF2001 对于任何严重程度的 COVID-19 的保护效力为 81.76%，对于 COVID-19 重症及以上病例、死亡病例的保护效力均为 100%。目前已完成大部分主要终点病例的基因分型，初步分析结果显示，对 Alpha 变异株的保护效力为 92.93%；对 Delta 变异株的保护效力为 77.54%。总体不良事件/反应的发生率，疫苗组与安慰剂组无显著差异，安全性良好。

国信观点：智飞生物的重组疫苗是全球唯一对野生株和主要变异株完成完整三期临床试验的新冠疫苗，对比海外 Pfizer/BioNTech 新冠 mRNA 疫苗 BNT162b2(真实世界针对 Alpha 株的 VE=90%，针对 Delta 株的 VE=79%)，ZF2001 对 Alpha 和 Delta 株保护数据优秀，位于全球第一梯队。全球疫情反弹，海外对新冠疫苗需求旺盛，国内多位权威专家建议特定人群加强免疫，ZF2001 凭借亮眼的 III 期数据在国际出口和国内加强针市场具备较强竞争力，抢占可观的市场份额。

投资建议：关注加强针和国际化，长期视角回归企业产品和技术。全球疫情防控正式进入疫苗和公共卫生体系并重的第二阶段，新冠疫苗商业化加速推进，产能逐步爬坡和释放，预计 2021 年底主要高/中高收入国家将达成初步群体免疫，低收入国家新冠疫苗需求未被满足；全球范围内以 Delta 株为代表的变异株广泛传播，给全球抗疫带来不确定性，预计将通过加强针的方式巩固免疫屏障。新冠疫情背景下，mRNA 疫苗技术得以加速验证和大规模应用。除新冠外，传染病领域尚有 RSV 和 HIV 等传统疫苗未能满足之需求，肿瘤免疫、蛋白替代治疗等其他治疗领域也有巨大应用潜力等待发掘，后续拓展值得期待。投资建议：建议买入复星医药（600196）、智飞生物（300122）、康希诺生物-B（6185.HK）、

康泰生物（300601）和沃森生物（300142）等。

安徽临床检验试剂集采议价结果公布，外企参与度低

安徽省公立医疗机构临床检验试剂集中带量采购谈判议价结果发布，罗氏等外企并未参与，对于此次入围肿瘤标志物的国产企业如迈瑞医疗、新产业等可能是进行进一步国产替代的机会。公开发布的文件中并未公布中标价格，我们预计降价更多的是对渠道商费用的压缩，对生产企业的出厂价影响不大；因此随着份额上升，在安徽省的国产产品收入规模和利润均可能上升。器械和药品集采不同，省级IVD阳光采购一直存在，此次安徽集采并不会大幅影响企业利润。

海外市场是IVD生产企业的机会。迈瑞医疗是全球化的企业，2020年海外收入占比43%，公司海外收入中IVD占比仍低，疫情给公司带来国际化进程加速，也打通了海外渠道。放眼全球市场，公司已经在监护、超声等领域全球市占率逐渐提升，IVD也将是下一个在国际上向四大龙头靠拢的领域。

医疗新基建仍是未来2-3年的主题。疫情后发改委发布456亿用于加强各地公共卫生救治预算，主要为加大ICU重症病房建设。卫生部财政部也发行专项债券支持卫生投入。迈瑞医疗产品管线丰富，相关的领域估计在新基建中有超过百亿投入，迈瑞医疗作为龙头我们估计享受30%以上市场份额。海外欧盟等也启动百亿欧元的卫生系统建设计划，这都是公司收入增长的支撑。迈瑞医疗是中国医疗板块的为数不多的全球化企业，产品管线丰富，海外国际化进程加快，将稳步提升排名，从中国器械龙头走向全球器械龙头，建议买入迈瑞医疗。

人工关节国采细则发布，关注后续国产龙头厂商中标情况及价格降幅

事件：根据国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布的文件，人工关节高值耗材的国家集采将于9月14日启动。髌关节意向采购总量为30.55万个（其中陶对陶类12.68万个，陶对聚类14.28万个，金对聚类3.60万个），膝关节意向采购总量为23.20万个。此次采购分为A、B两组，A组含有8~10家厂商，被纳入A组后入围率相对较高（A组淘汰1-2家，B组淘汰3~9家）。爱康医疗4类均纳入A组；春立医疗2类纳入A组（陶对聚、金对聚进入B组）；威高海星4类均纳入A组，威高亚华2类纳入A组（陶对陶、膝关节进入B组）；迈瑞医疗4类均纳入B组。

根据实际各省意向采购报量情况，将AB组报量综合考虑（威高骨科含有威高亚华及海星双品牌，微创含有上海微创及苏州微创双品牌），在髌关节（陶对陶、陶对聚、金对聚）及膝关节四组中，龙头厂商份额依次如下，爱康医疗：12.1%、16.7%、18.5%、13.3%；春立医疗：16.7%、7.3%、14.0%、7.6%；威高骨科：6.6%、11.6%、10.7%、6.4%；迈瑞医疗：3.9%、2.4%、6.7%、1.5%。

公布各产品系统最高申报限价，髌关节陶对陶为19000元、陶对聚为18000元、金对聚为16000元，膝关节为19000元。拟中选规则：先根据竞价单元内的企业数量，由竞价比价价格由低到高排序确定入围企业，随后按照以下规则确定拟中选：1）每一竞价单元内，竞价比价价格小于等于最低竞价比价价格的1.5倍；2）若高于1.5倍，竞价比价价格小于等于最高限价的50%。若未按上述规则中选，将有AB组间及髌关节不同材料间的防止价格倒挂机制进行纠偏。

投资建议：积极关注国产龙头厂商中标情况及具体价格降幅。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，若中标则有望一定程度上提升市占率。关注威高股份、爱康医疗、春立医疗、迈瑞医疗。

行情回顾：龙头超跌反弹，赚钱效应偏弱。本周生物医药板块整体整体上涨0.96%（总市值加权平均），跑输大盘。千亿元以上市值的公司平均上涨4.13%（算术平均），500~1000亿，300~500亿，100~300亿以及100亿以下市值的公司涨跌幅分别为-0.49%、0.13%、0.14%和-0.03%，超过半数以上的股票出现下跌。龙头公司中，迈瑞医疗、智飞生物、药明康德、复星医药等由于上周跌幅较大，本周出现较大幅度的反弹。

■新冠疫情追踪

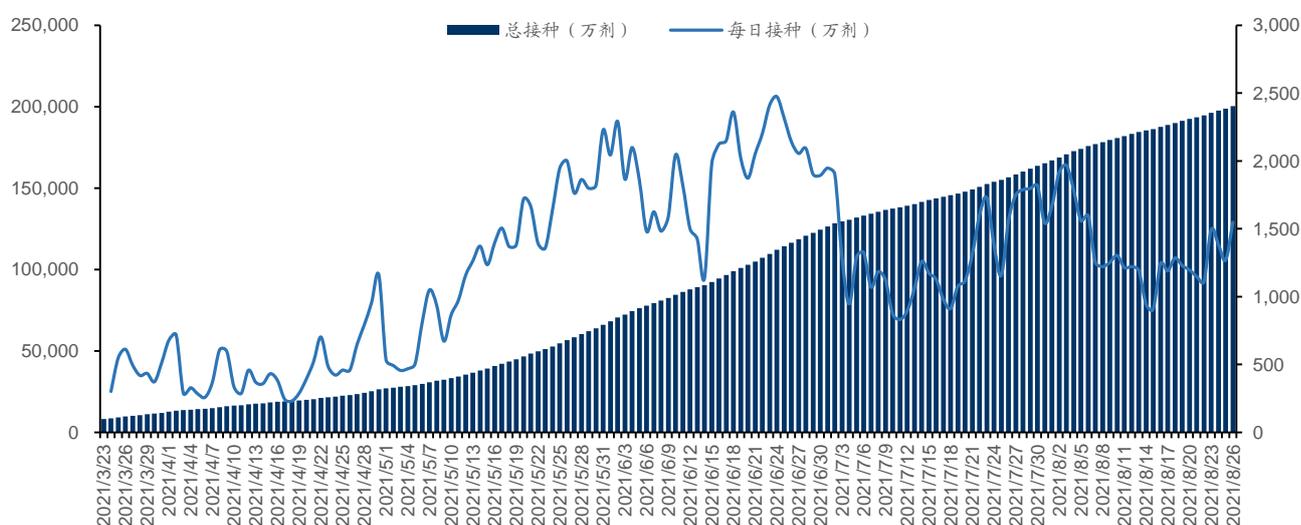
新冠疫情：本土疫情得到控制。根据国家卫健委消息，截至7月27日24时，据31个省（自治区、直辖市）和新疆生产

建设兵团报告，现有确诊病例 1345 例（其中重症病例 10 例），累计治愈出院病例 88805 例，累计死亡病例 4636 例，累计报告确诊病例 94786 例，无现有疑似病例。27 日报告新增确诊病例 21 例，其中境外输入病例 20 例，本土病例 1 例（在云南）。本土疫情已经得到很好的控制。

中国新冠疫苗接种量超过 20 亿剂次。截至 8 月 26 日，全国累计报告接种新冠病毒疫苗约 20.04 亿剂次，日均接种量超过 1000 万剂次。根据公开消息，全国完成全程接种的人数超过 8.8 亿。

专家建议特定人群注射加强针。根据 27 日下午国务院联防联控机制就进一步做好疫情防控和疫苗接种有关情况举行的发布会，疫苗研发专班组织专家研究发现，从免疫原性的角度来看，加强接种对疫苗的保护效果是能够得到提升的。专家建议，免疫功能相对较低的人群，60 岁以上的人群以及由于工作、学习、交流的需要去到境外的疫情高风险地区或者国家的人群，在接种满 6 个月后，可以开展接种加强针。**国内加强针的市场可以提升新冠疫苗商业化价值的延续性，利好中国疫苗企业新冠疫苗业绩的释放。**

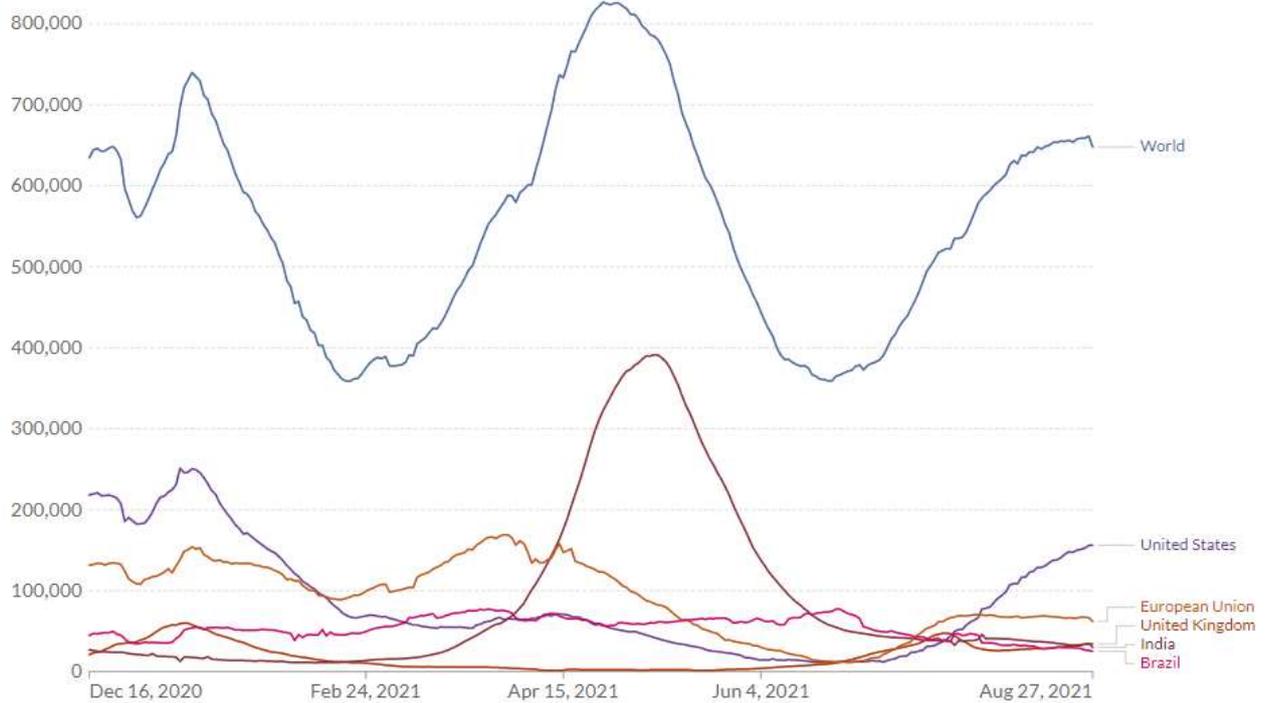
图 2：中国新冠疫苗接种总剂次（万剂/左轴）及每日接种剂次（万剂/右轴）



资料来源:国家卫健委官网、国信证券经济研究所整理

受 Delta 变异株影响，美国疫情抬头。由于 Delta 变异株的流行，美国的每日新增确诊人数出现大幅上升，超过 20 万人。据美国 CDC 报告，Delta 变异株已经是美国的主流传播毒株。Delta 变异株传播快，疫苗接种者也可能产生突破性感染，这给全球疫情的走势增添了不确定性。

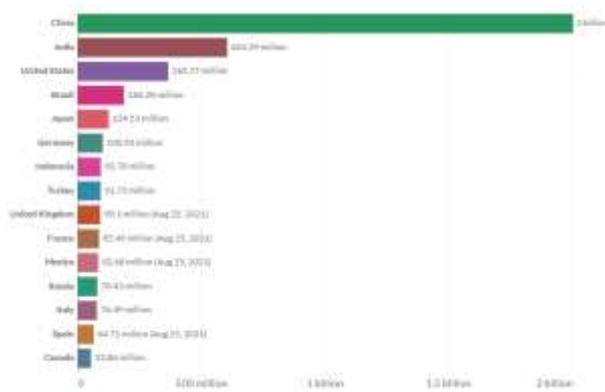
图 3：全球新冠疫情每日确诊人数（7 天平均）



资料来源:Our World in Data、国信证券经济研究所整理

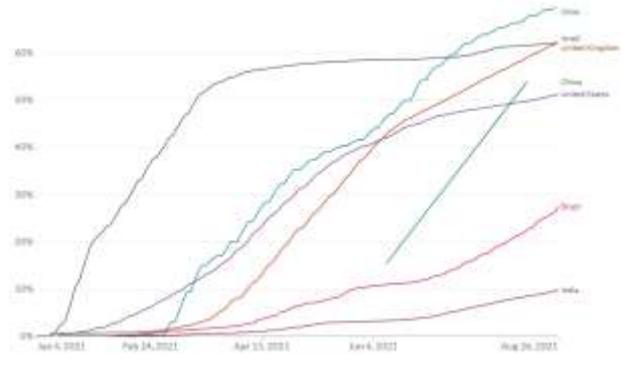
全球主要国家疫苗接种持续推进。截至 8 月 26 日，全球已接种新冠疫苗约 51 亿剂，其中中国接种约 20 亿剂，印度、美国分别接种约 6.04、3.66 亿剂。从完成免疫程序的人群占比看，阿联酋 (74.05%)、智利 (69.47%)、以色列 (62.17%)、英国 (61.92%)、美国 (51.19%) 等均完成较高比例的免疫。

图 4: 全球已接种疫苗量 TOP15



资料来源:Our World in Data、国信证券经济研究所整理

图 5: 全球部分国家完成免疫程序的比例



资料来源: Our World in Data、国信证券经济研究所整理

智飞生物新冠疫苗 3 期临床数据亮眼。2021 年 8 月 27 日，智飞生物和中科院微生物所合作研发的新冠疫苗 ZF2001 公布 III 期临床关键数据。本次全球多中心临床试验在我国湖南省、乌兹别克斯坦、印度尼西亚、巴基斯坦和厄瓜多尔开展，实际入组 28500 人，其中疫苗组 14251 例、安慰剂组 14249 例。共监测到全程接种后的主要终点病例数 221 例，ZF2001 对于任何严重程度的 COVID-19 的保护效力为 81.76%，对于 COVID-19 重症及以上病例、死亡病例的保护效力均为 100%。目前已完成大部分主要终点病例的基因分型，初步分析结果显示，对 Alpha 变异株的保护效力为 92.93%；对 Delta 变异株的保护效力为 77.54%。总体不良事件/反应的发生率，疫苗组与安慰剂组无显著差异，安全性良好。

表 1: 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
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
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	
艾康维欣/Inovio	DNA	2 针	3 期临床	2021/6/9
沃森生物/艾博生物	RNA	2 针	3 期临床	
三叶草生物	重组蛋白	2 针	3 期临床	
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 期完成	
华西医院	重组蛋白	3 针	2 期临床	
斯微生物	RNA		1 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	

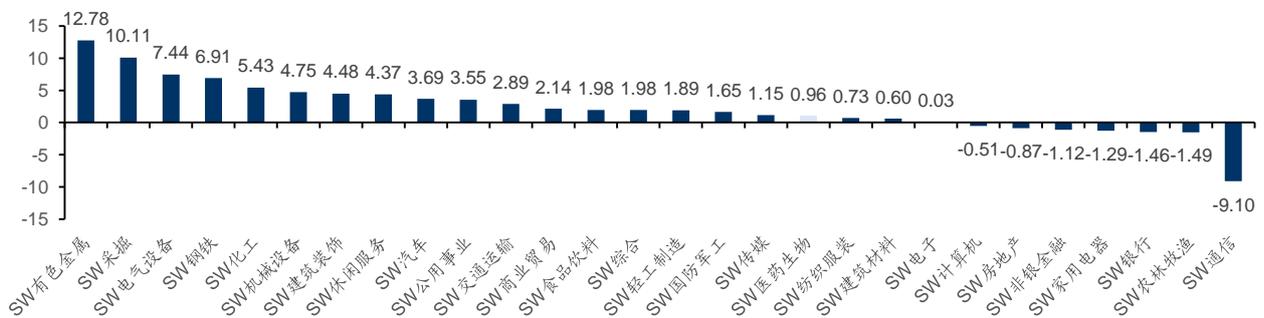
资料来源:公司公告、药监局、国信证券经济研究所整理
 本表格中涉及个股仅作列示, 不作为投资建议。

■本周行情回顾

本周全部 A 股上涨 2.27% (总市值加权平均), 沪深 300 上涨 1.21%, 创业板指上涨 2.01%, 生物医药板块整体上涨 0.96%, 跑输大盘。分子版块来看, 化学制药下跌 1.74%, 生物制品上涨 1.97%, 医疗器械上涨 2.21%, 医药商业下跌 1.92%, 医疗服务上涨 1.67%, 中药板块上涨 2.22%。个股方面, 涨幅居前的是键凯科技 (46.38%)、富祥药业 (31.30%)、延安必康 (30.52%)、同和药业 (25.33%)、奕瑞科技 (21.89%), 跌幅居前的是康泰医学 (-31.73%)、鹿得医疗 (-25.34%)、大唐药业 (-20.41%)、华东医药 (-17.15%)、华北制药 (-14.92%)。

本周恒生指数上涨 2.25%, 港股医疗保健板块上涨 3.20% (总市值加权平均), 跑赢大盘。分子版块来看, 药品板块上涨 1.51%, 生物技术板块上涨 7.70%, 医疗保健设备上涨 2.48%, 医疗及医学美容服务下跌 10.21%。个股方面, 涨幅居前的是德斯控股 (32.69%)、华领医药-B (+27.04%)、普华和顺 (25.71%)、诺辉健康-B (25.07%)、京东健康 (20.48%), 跌幅居前的是翰森制药 (-21.81%)、佳兆业健康 (-16.13%)、瑞丽医美 (-13.40%)、爱康医疗 (-13.33%)、新世纪医疗 (-10.83%)。

图 6: 申万一级行业一周涨跌幅 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: A 股医药板块本周涨跌幅前十股票

本周涨幅前十		本周跌幅前十	
公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅
键凯科技	46.38%	康泰医学	-31.73%
富祥药业	31.30%	鹿得医疗	-25.34%
延安必康	30.52%	大唐药业	-20.41%
同和药业	25.33%	华东医药	-17.15%
奕瑞科技	21.89%	华北制药	-14.92%
康众医疗	20.12%	义翘神州	-14.87%
太安堂	18.05%	生物谷	-14.67%
华润三九	17.46%	天宇股份	-14.51%
迈瑞医疗	16.24%	奥精医疗	-14.37%
东阿阿胶	14.20%	皓元医药	-13.50%

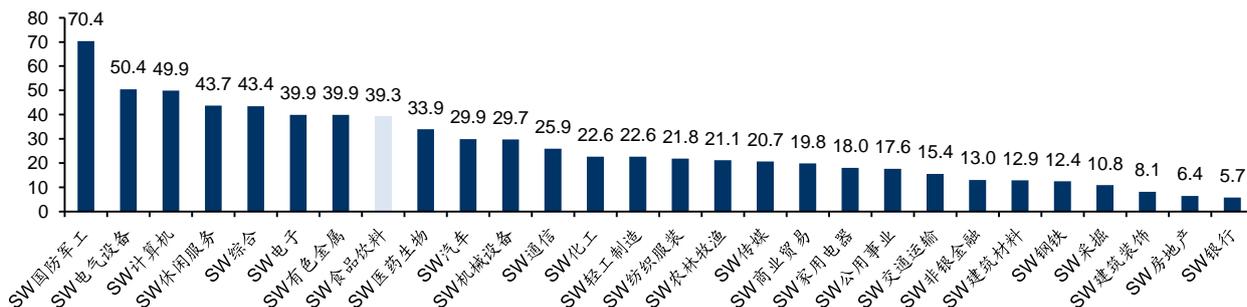
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

■板块估值情况

医药生物市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值) 33.9x, 全部 A 股市盈率 17.0x, 分子板块来看, 化学制药 34.3x, 生物制品 47.4x, 医疗器械 26.5x, 医药商业 14.4x, 医疗服务 81.7x, 中药 27.4x。

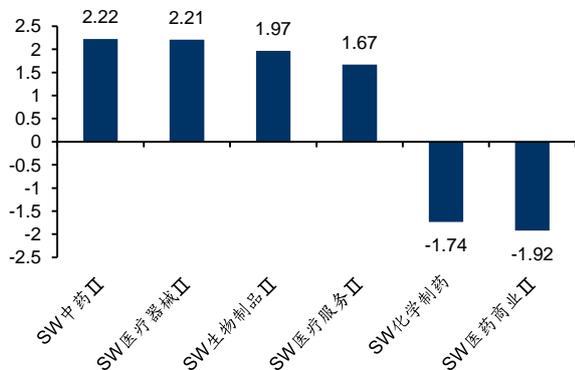
港股医疗保健市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值) 33.8x, 全部港股为 11.8x, 细分子板块来看, 药品板块 19.7x, 生物技术板块 113.9x, 医疗保健设备 26.6x, 医疗及医学美容服务 78.8。

图 7: 申万一级行业市盈率情况 (TTM, 整体法, 剔除负值)



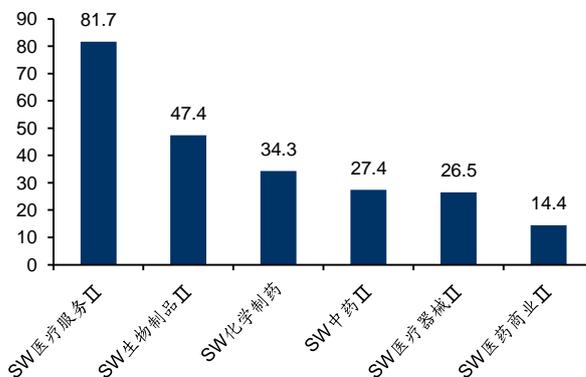
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 医药行业子版块一周涨跌幅 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 医药行业子版块市盈率情况 (TTM 整体法, 剔除负值)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

■近期外发报告

迈瑞医疗 2021 半年报点评：后疫情时代，器械龙头稳定增长

报告链接：<http://ers.guosen.com.cn:8080/pc/v/f0276925-c488-4144-bc3e-1e4fa878e253>

业绩稳定增长，符合预期

2021H1 实现营收 127.78 亿元(+20.96%)，归母净利润 43.44 亿元(+25.79%)，扣非归母净利润 43.09 亿元(+28.02%)。销售毛利率 65.57%(-0.39pp)，基本稳定，销售费用率 14.67%(-3.45pp)下降，管理费用率(含研发)12.93%(-0.11pp)，财务费用率-0.34%(+1.09pp)，销售净利率 34.00%(+1.31pp)明显提升。公司拟出资 10 亿元回购股份用于股权激励或员工持股计划。

体外诊断和影像业务恢复性高增长，国内恢复性高速增长

分业务线来看，2021H1 生命信息与支持业务实现营收 62.21 亿元(+12.68%)，毛利率 67.25%(-2.33pp)，主要得益于国内以大型公立医院扩容为主导的医疗新基建的逐步开展，此外 AED 和微创外科等受疫情抑制的品类实现恢复增长；体外诊断收入 39.61 亿元(+30.76%)，毛利率 62.2%(+4.74pp)，受益于国内和部分国际地区常规检测试剂量的显著恢复，加强单机和级联仪器的布局，高端仪器持续实现客户群突破，收购荷兰 Hytest 实现产业链上游布局；医学影像收入 26.71 亿元(+26.87%)，毛利率 66.83%(-2.04pp)，随着受疫情抑制的超声采购恢复，实现高增长。分区域来看，国内实现 37%的恢复性高增长，得益于常规业务的复苏及医疗新基建的开展。

研发创新不断突破，筑造护城河

2021H1 研发投入 11.65 亿元(+16.02%)，占收入比例达到 9.12%，不断推出新产品，如 4K 超高清荧光内窥镜摄像系统、POC 高端平板彩超 TE9 等，新获得医疗器械注册证 843 个，累计授权专利 3251 件。

风险提示：行业采购政策风险，汇率波动，疫情影响业务等。

投资建议：器械龙头扬帆远航，维持“买入”评级

维持此前预测 2021-2023 年归母净利润分别为 80.2/96.6/117.8 亿，增速 21%/21%/22%，当前股价对应 PE 分别为 48/40/32x，三年复合增长约 20%。按照 2023 年 PE40-45X，提高公司合理估值至 387.60-436.05 元(原 2020 年 255-268 元)。公司作为中国医疗器械龙头，产品管线丰富，立足全球市场，海外国际化进程加快，将稳步提升排名，从中国器械龙头走向全球医械龙头，维持“买入”评级。

普洛药业 2021 半年报点评：业绩超预期，利润率创新高

报告链接：<http://ers.guosen.com.cn:8080/pc/v/1e7c9219-4e49-4426-98cf-cf5bc975c616>

整体业绩超预期：高基数上高增长，21Q2 净利率创新高

2021H1 实现营收 42.8 亿元(+7.2%)，实现归母净利润 5.5 亿元(+28.9%)；Q2 单季度实现营收 23.1 亿元(+0.9%)，实现归母净利润 3.4 亿元(+22.4%)，21Q2 单季度毛利率 30.6%(+2.9 p.p.)、净利率 14.6%(+2.6 p.p.)，创历史新高，在去年同期 Q2 高基数下仍保持稳健增长，超出我们此前预期。

CDMO 板块：转型升级策略成效显著

21 年上半年 CDMO 板块实现营收 7.2 亿元，已达 19 年全年水平，板块毛利率增长 2.5 p.p.达 43%。截止报告期末，公司 CDMO 客户总数同比增长 51.0%。CDMO 报价项目 355 个，同比增加 157%；进行中项目 250 个，同比增加 71%，其中研发阶段项目数 93 个，同比增加 258%，客户商业化阶段项目有 157 个(包含人用药 103 个，兽药 34 个以及化妆品、电子材料等项目 20 个)，同比增加 36.5%。从“起始原料药注册中间体到注册中间体+API”的转型升级策略取得显著成果，商业化阶段 API 8 个，验证阶段 9 个，研发阶段 API 22 个。

API 板块与制剂板块：抗生素出口减少，集采中标带来新增量

原料药板块：2021H1 年板块实现营收 31.4 亿元（+3.9%），需求端减少导致抗生素中间体出口受到影响，板块毛利率与去年同期基本持平。制剂板块：2021H1 年板块实现营收 4.0 亿元（+9.5%），板块毛利率 64.6%（+10.6 p.p.）。报告期内注射用头孢他啶中标，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。

风险提示：疫情反复、环保政策超预期、产能建设不及预期

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

CDMO 板块从“起始原料药注册中间体到注册中间体+API”的转型升级策略效果显著，项目数、客户数、毛利率提升迅速，制剂板块集采合理价格中标带来新增量，上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 11.05/13.90/17.30 亿元（原 9.44/11.83/14.72 亿元），当前股价对应 PE 分别为 34.9/27.7/22.3X。21 年上半年业绩超预期，净利率创新高，维持“买入”。

迪安诊断 2021 半年报点评：实验室利润率提升，持续研发创新

报告链接：<http://ers.guosen.com.cn:8080/pc/v/140408bb-be32-47d9-8b78-cc51917e6ff5>

业绩增长稳健，利润高速增长

2021H1 营收 57.91 亿元（+29.46%），归母净利润 7.27 亿元（+45.02%）。扣非归母净利润 6.34 亿元（+34.96%）。

实验室扭亏加快，特检比例提升，现金流充裕

诊断服务收入 27.36 亿元（+21.39%），剔除新冠业务后收入 18.75 亿元（+51.67%），特检业务收入 6.64 亿元（+54.48%），在 ICL 检测服务（剔除新冠）占比 39%；诊断产品业务收入 33.54 亿元（+38.89%），其中渠道产品收入 31.37 亿元（+37.69%），恢复增长，自产产品业务收入 2.17 亿元（+58.99%）。38 家实验室累计 34 家盈利，预计随着余下几家继续扭亏，实验室利润率将持续提升。销售毛利率 36.45%（-0.52pp），分业务来看，渠道产品毛利率 23.10%（-0.79pp），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 1.03pp 至 47.58%，受益于特检比例提升。规模效益和内部降本增效使得期间费用率下降 19.88%（-0.47pp），销售费用率 8.15%（-0.39pp），管理费用率 7.05%（+0.31pp），财务费用率 1.79%（-0.48pp）；研发费用率 2.88%（+0.09pp）。经营性现金流 1.19 亿元（+477.31%）。

坚持“技领未来”战略，研发自产产品

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，研发费用 1.67 亿元（+33.47%）；截至 2021H1，共拥有 5 个三类证书、6 个二类证书、68 个一类证书。后续自产试剂将借助渠道快速放量。CRO 业务快速发展，协同药厂客户推动伴随诊断。迪安健检链接 To C 新增市场。

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：维持盈利预测及估值，维持“买入”评级

维持盈利预测 2021-2023 年归母净利润为 12.18/12.86/14.72 亿元，三年 CAGR22%，当前股价对应 PE16/16/14X。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，现金流充沛。布局质谱和分子诊断等领域，持续投入研发，自产产品将借助渠道优势放量，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。

三生制药 2021 半年报点评：生物药稳健回升，蔓迪快速增长

报告链接：<http://ers.guosen.com.cn:8080/pc/v/f9b4345f-84b6-4294-9149-d90bd67debad>

营收和利润增速回升

三生制药 2021 年上半年实现营收 31.07 亿元(+15.3%)，毛利 25.87 亿元(+16.7%)，归母净利润 8.99 亿元(+28.0%)，正常化归母净利润 9.30 亿元(+24.1%)；公司的营收和利润增速回升。公司 2021H1 的研发费用上升至 3.45 亿元(+35.8%)，研发费用率 11.1%(+1.7pp)；销售费用为 11.52 亿元(+18.5%)，销售费用率小幅上升至 37.1%(+1.0pp)。

生物药核心产品销售良好

核心品种特比澳上半年销售 15.21 亿元(+10.6%)，通过医保谈判以价换量后实现稳健增长，同时未来新增适应症将保障特比澳的持续增长空间。益赛普上半年销售 4.29 亿元(+29.6%)，在自主降价之后实现快速放量。公司不断拓展基层市场，进行渠道下沉，益赛普渗透率有望持续提升。CDMO 业务上半年收入 0.40 亿元(+9.4%)，合作客户包括国内外知名药企和生物科技公司。沈阳德生一期规划 19.9 万升的原液产能，首期 7.6 万升产能预计将于 2022 年投产。

蔓迪快速增长

蔓迪上半年销售 2.58 亿元(+100.3%)，三大条线同时发力，医院、零售药店和线上渠道上半年销售分别增长 74%/233%/78%。蔓迪泡沫剂型与原研 Rogaine 的头对头 3 期临床已经结束，预计将成为中国唯一上市的米诺地尔泡沫剂型，巩固蔓迪的龙头优势。

风险提示：蔓迪销售不及预期、核心品种降价的风险

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

公司生物制药的核心产品销售稳健增长，蔓迪销售快速增长，成为公司未来重要的业绩弹性来源。由于公司中报业绩超预期，我们上调全年的盈利预测，预计 2021~23 年公司归母净利润 16.34/19.57/22.72 亿元（原值 15.23/18.45/21.61 亿元），同比增长 95.5%/19.8%/16.1%，对应当前股价 PE 为 9.7/8.1/6.9x。公司当前的估值安全边际高，蔓迪高速增长带来新增量，维持“买入”评级。

■推荐标的

迈瑞医疗：疫情后预计医院建设投入将加大，对医疗设备的需求随之加大；并且，国家有望进一步出台政策，鼓励支持国产高端设备的技术研发，提高相关设备的自主可控能力。公司是具备创新属性的器械龙头，业绩高速增长，行业优势明显。

恒瑞医药：随着医改的持续推进，具有创新属性的药品龙头稀缺性将愈发凸显。公司是国内创新药的标杆，并积极布局创新药的国际化战略。

复星医药：公司具备体系化的研发能力和全球经营管理与并购整合能力，获得大中华区权益的 BNT162 新冠疫苗是潜在的 first-in-class/best-in-class 候选疫苗，在国内市场有较大的商业化潜力。除了新冠疫苗，公司在 2020 年还有众多催化剂，包括复宏汉霖 HLX02、HLX03 的相继获批上市和 PD-1 单抗的报产，以及复星凯特 CD19 CAR-T 的获批上市。

人福医药：麻醉药板块政策壁垒高、竞争格局好，受益于手术量需求增、手术外应用，新产品上市，行业需求持续提升。近年来公司推进“归核聚焦”战略，清理非核心资产，理顺管理和激励机制，有望重回高质量增长轨道。

凯普生物：公司是国内分子诊断龙头公司，疫情带来检测服务、PCR 实验室建设、试剂出口三联动；HPV、地贫、耳聋检测等受疫情影响项目预计下半年恢复增长；海外疫情反弹，公司新冠核酸试剂盒已获得欧盟、南美等地认证，下半年有望继续贡献业绩。

楚天科技：本土制药装备龙头，创造多个行业第一：深耕细作二十载，收入规模及其境外占比行业第一；注重创新、持续投入，研发费用行业第一；不拘一格，广降人才，高学历员工占比行业第一。展望未来，随着公司持续完善“一纵一横一平台”战略布局，有望成为世界级医药装备及其整体解决方案提供商。

普洛药业：当前公司处在产能与业务的横向、纵向快速成长期，叠加在原料药领域的成本、管控综合优势，正迎来新一轮的高增长。公司 API 业务与 CDMO 业务中兽药项目占比较高，是这一格局相对优秀、商业模式与人用药有所差异领域的标杆型企业；公司销往海外产品超四成，位列工信部 2019 年原料药进出口第二位，率先受益于全球原料药产业的供给重塑。未来 3~5 年有望成为原料药、CDMO、制剂三足鼎立的综合性企业。

佰仁医疗：技术过硬的小而美，拥有国内唯一有长期大组临床数据支持的外科生物瓣产品，研发管线布局介入瓣领域，补片业务作为有机补充。

中国生物制药（1177.HK）：公司业绩将触底反弹，主力品种集采的影响逐渐减弱。创新属性日益增强，研发管线储备丰富，进入密集收获期。重磅品种安罗替尼降价续约医保后将以价换量，持续增长；布地奈德进院迅速，将成为十亿以上的大单品，PD-1 单抗获批上市，成为拉动业绩增长的又一款创新药。

威高股份（1066.HK）：公司是以医用耗材为主业的龙头企业，低值耗材多年引领品规更新，提供整体解决方案，构筑先进制造业壁垒；医药包装未来五年产能复合增长超过 30%，拥有绝对先发优势；骨科业务为国产第一龙头，稀缺的在创伤、脊柱和关节领域均有布局的企业；介入业务通过收购爱琅实现产品及渠道的优势互补。看好威高股份的持续成长性和行业龙头地位，投资收益风险比高、安全边际强，短期催化剂明确。

金斯瑞生物科技（1548.HK）：全球基因合成龙头，其子公司南京传奇在细胞免疫治疗领域也在全球范围走在创新前列，CART 产品即将美国获批上市。蓬勃生物已建立整合的创新生物药 CDMO 平台，主要包括两大服务领域治疗性抗体药和基因与细胞治疗，目前处于高速发展期。高瓴合计投资超过 80 亿港币，有助于公司的研发投入和生产建设。

中国中药（0570.HK）：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，在渠道、品种、质量、产能及上游资源方面壁垒深厚，是中药配方颗粒领域的绝对龙头。如若渠道限制解除、市场大幅扩张，公司有望成为最大受益者。随着收获期到来、业绩成长性提升叠加现金流好转，有望迎来股价的戴维斯双击。

康宁杰瑞制药（9966.HK）：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 的潜力。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，进度全球领先。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 向 Biopharma 转型。

现代牙科（3600.HK）：义齿市场空间大，老龄化趋势下国内治疗渗透率有望进一步提升。义齿“大规模+定制化”生产和服务需要极强的精细化运营能力，公司有望凭借“低成本+高品控”优势占领海内外高端市场，盈利能力出现底部反转；国内隐形正畸渗透率仍然较低，公司已于海外推出 TrioClear 隐形矫治器，有望在已有牙医网络中实现交叉销售。

锦欣生殖（1951.HK）：公司处于高景气高壁垒的辅助生殖赛道，已成为最大的民营连锁集团。西囡医院 VIP 服务为增长亮点；深圳中山降本增效，拓宽 VIP 业务；老挝锦瑞进行开关前准备，辐射中国西南地区；武汉锦欣由明星医生加盟，助力爬坡目标达成；美国 HRC 在后疫情时代加速修复，提升本土获客能力。完成新一轮融资加强并购实力，多位高年资明星专家加盟促进公司发展的主逻辑持续得到验证。

三生制药（1530.HK）：公司生物制药的核心产品销售稳健增长，蔓迪销售快速增长，成为公司未来重要的业绩弹性来源。公司当前的估值安全边际高，蔓迪高速增长带来新增量，极具配置性价比。

■风险提示

疫情反复的风险、医保控费超预期的风险、药品及高值耗材集采超预期的风险

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价 210827	总市值	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
600161	天坛生物	32.35	444	0.47	0.55	0.70	0.89	69.5	59.3	46.3	36.4	14.8%	2.5	买入
600276	恒瑞医药	46.05	2,946	0.99	1.14	1.34	1.62	46.6	40.4	34.2	28.4	21.6%	2.3	买入
600196	复星医药	66.95	1,581	1.43	1.77	2.13	2.50	43.2	34.8	28.9	24.7	7.9%	1.7	买入
600079	人福医药	21.90	358	0.70	0.97	1.35	1.68	31.1	22.5	16.2	13.0	7.3%	0.7	买入
002603	以岭药业	17.18	287	0.73	0.96	1.12	1.31	23.6	17.9	15.4	13.1	13.8%	0.8	买入
300358	楚天科技	26.91	152	0.35	0.67	0.89	1.14	76.0	40.0	30.2	23.5	5.1%	0.8	买入
300760	迈瑞医疗	323.25	3,930	5.48	6.60	7.95	9.69	59.0	49.0	40.7	33.4	31.2%	2.3	买入
603259	药明康德	129.94	3,801	1.00	1.34	1.82	2.43	128.4	96.0	70.8	53.0	9.6%	2.8	买入
300244	迪安诊断	31.31	194	1.29	1.96	2.07	2.37	24.2	15.9	15.1	13.2	17.0%	0.7	买入
688198	佰仁医疗	236.70	228	0.59	0.59	1.28	1.91	403.8	398.4	185.4	124.2	5.1%	8.3	买入
300122	智飞生物	164.16	2,627	2.06	3.02	4.03	4.92	79.6	54.4	40.7	33.4	47.5%	1.6	买入
300015	爱尔眼科	47.05	2,543	0.32	0.44	0.58	0.75	147.5	106.4	80.6	62.4	25.9%	3.2	买入
1951.HK	锦欣生殖	12.04	302	0.10	0.14	0.21	0.27	99.9	71.6	47.8	37.1	3.2%	2.6	买入
1530.HK	三生制药	8.14	208	0.33	0.64	0.77	0.89	20.7	10.6	8.8	7.6	10.5%	0.3	买入
1302.HK	先健科技	4.16	193	0.05	0.08	0.09	0.10	74.2	45.0	38.6	33.0	-0.6%	1.5	买入
1066.HK	威高股份	13.18	596	0.45	0.56	0.68	0.82	24.5	19.6	16.1	13.4	10.7%	1.3	买入

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理、预测

相关研究报告:

《国信证券-医药行业一周观察: 头部 CRO 纷纷布局 DEL, 关注进度领先企业》 ——2021-08-23
《国信证券-制药装备行业深度: 替代正当时, 龙头最受益》 ——2021-08-16
《国信证券-医药行业一周观察: 国产创新药海外授权持续突破, 全球商业化价值凸显》 ——2021-08-16
《国信证券-重大事件点评-无需对中药配方颗粒的集采趋势过度紧张》 ——2021-08-10
《国信证券-医药行业一周观察: 海外巨头加码 mRNA 赛道, 国内企业同台竞争》 ——2021-08-08

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。

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

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032