

## 医药估值进入合理区间，把握全球化和创 新主线

2021-09-01

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  
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



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

# 投资摘要：医药估值进入合理区间，把握全球化和创新主线

## ■ 7-8月医药板块持续回调，已经回到历史估值低位

医药板块7-8月受肿瘤药物研发、体外诊断试剂及多项高值耗材集采等政策影响，持续回调，龙头公司大跌，部分资金涌向新能源、半导体等板块。医药板块今年以来表现欠佳，但纵观过去十年，持续跑赢指数，目前医药生物PE（TTM）为34.5x，处于历史24.6%的分位点，板块估值已回到合理配置区间。市场担忧兼顾公平与效率的原则下，医药板块的长期逻辑，但我们认为医药与教育不同，“健康中国2030”提出“到2030年健康科技创新整体实力位居世界前列，健康产业成为国民经济支柱性产业”。中国拥有庞大的人口基数，医药需求稳定存在，坚持医药创新有利于提高人民健康水平、提高人均寿命，医药行业长期高景气度不变。中国具有医药研发临床资源、科技人才红利等优势，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，全球医药产业链转移趋势仍将持续，中国必将有一批优秀的医药企业走向海外，成长为全球龙头。建议布局具有创新能力、具有全球化能力的公司，推荐布局创新药、创新器械，CXO板块。

## ■ 安徽省体外诊断试剂集采，冷静看待

长期来看，占用医保资金较大、国产份额较高，存在降价基础的品类更容易进行集采。当前化学发光试剂70%+市场份额由罗氏、雅培、贝克曼、西门子等外企占据，本次安徽集采属于特殊事件。罗氏、贝克曼没有参加，本次中选的国产企业迈瑞、新产业有望在安徽省获取更大的份额。我们判断降价主要削弱渠道商的费用，对于生产厂家出厂价影响不大，中标的国产产品收入规模和利润均可能上升。IVD存在仪器和试剂的匹配问题，品类繁多，因此实际落地中存在一定的困难，安徽后续执行情况需要观察。海外市场是IVD生产企业的机会。迈瑞医疗是全球化的企业，新产业、迈克生物等公司在疫情中也进一步拓展了海外渠道，海外装机量也迅速增加，未来能够依靠高性价比占据海外市场的企业将拥有持续成长的空间。

## ■ 疫情带来高端制药装备行业发展机会，头部企业国产替代受益

国家支持高端制药装备行业，行业加速转型升级，叠加新冠疫情提供的切入契机。当前本土企业市占率较低，集中度提升及进口替代空间巨大。国内制药装备将凭借良好的工艺水平、卓越的供应能力、便捷的售后服务、优秀的性价比加速提升市场占有率，技术水平与国际接轨的头部企业有望持续受益。推荐买入：楚天科技、东富龙。

## ■ 估值和投资建议：

近期政策扰动导致医药板块回调，估值回到历史低位，建议布局具有创新和全球化能力的公司，推荐创新药、创新器械，CXO板块。9月推荐组合为：**A股组合：迈瑞医疗、药明康德、华兰生物、天坛生物、楚天科技；港股组合：金斯瑞生物科技、药明生物、威高股份、三生制药、康宁杰瑞制药。**

■ 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

# 9月策略组合个股估值一览

表：国信医药2021年9月策略组合

	代码	公司简称	股价 210827	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	300760	迈瑞医疗	323.25	3930	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	3837	1.00	1.34	1.82	2.43	129.9	97.0	71.4	53.5	11.9	2.8	买入
	002007	华兰生物	32.05	585	0.88	1.05	1.27	1.48	36.2	30.6	25.3	21.6	21.0%	1.6	买入
	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
	300358	楚天科技	26.91	152	0.35	0.72	0.95	1.22	76.0	37.3	28.2	22.0	7.7	0.7	买入
港股组合	1548.HK	金斯瑞生物科技	32.25	676	-0.05	-0.10	-0.12	-0.13	-	-	-	-	-	-	买入
	2269.HK	药明生物	116.00	4,918	0.40	0.74	1.04	1.47	242.6	130.3	92.5	65.9	7.2%	3.4	买入
	1066.HK	威高股份	13.18	596	0.45	0.54	0.65	0.78	24.5	20.4	16.9	14.1	11.6%	1.0	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
	9966.HK	康宁杰瑞制药-B	17.90	168	-0.46	-0.67	-0.71	-0.58	-32.6	-22.3	-20.9	-25.9	-24.0%	-2.8	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1-7月医药制造业工业增加值累计同比增长29.3%，去年同期受疫情影响基数较低，随着疫情影响逐步减弱，生产端加速恢复。
- 需求端：2021年1-7月的社零总额246829亿元，同比增长20.7%，限额以上中西药品类零售总额3248亿元，同比增长10.9%，社零数据受低基数影响，1-7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

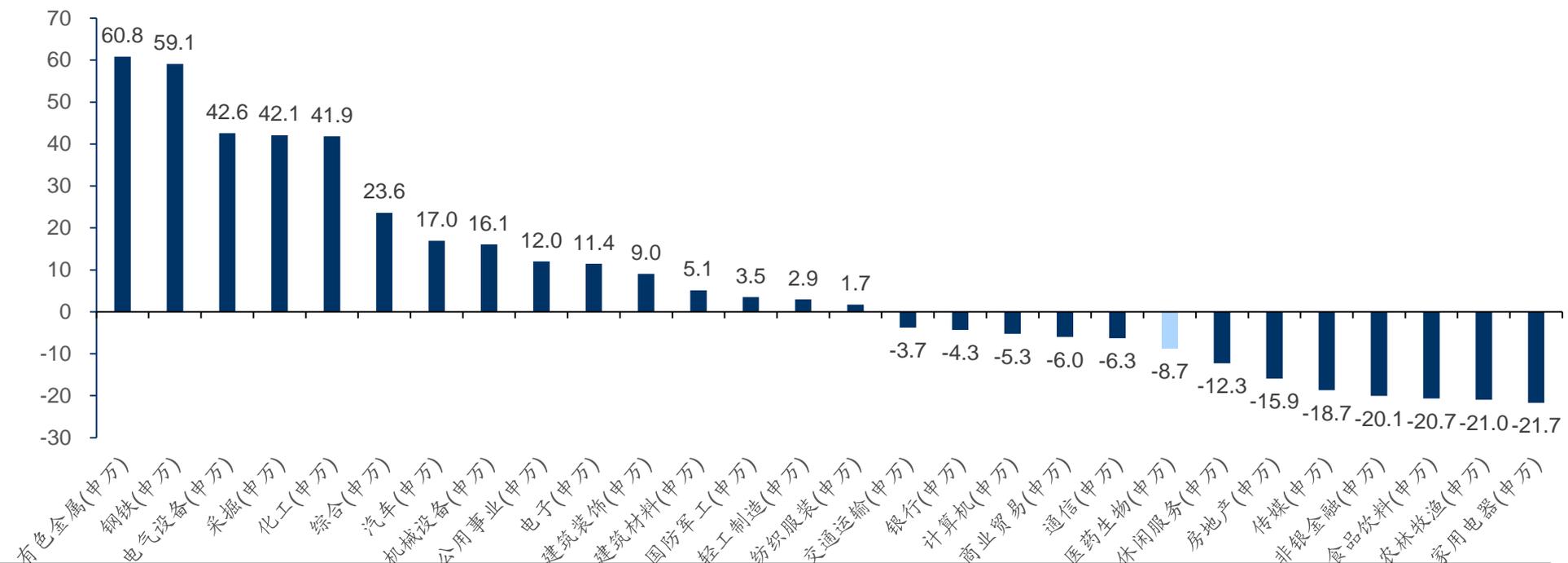
类别	期间	指标	单位	累计金额	累计同比 (%)
医药制造业	1-7月	工业增加值	亿元	-	29.3%
		营业收入	亿元	16436.1	27.4%
		利润总额	亿元	35858	91.9%
社会零售总额	1-7月	总计	亿元	246829	20.7%
		限额以上中西药品类	亿元	3248	10.9%
消费与收入	1-6月	人均可支配收入	元	17642	12.6%
		人均消费支出	元	11471	18.0%
		人均医疗保健支出	元	1220	20.6%
医保基金	1-4月	职工医保支出	亿元	4361	17.7%
		居民医保支出	亿元	2689	19.8%

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

# 医药板块今年表现欠佳，受政策面扰动影响大

■ 医药生物板块截止目前全年跌幅为**8.7%**，表现欠佳。一方面医药板块已经历2年左右的长牛行情，板块整体估值及部分龙头标的估值在年初都已达到历史高位，部分资金短期流向高景气度的新能源、半导体等板块；另一方面，医药生物板块今年来持续受政策面扰动，医保控费、带量采购逐步向外拓展，市场避险情绪较高。

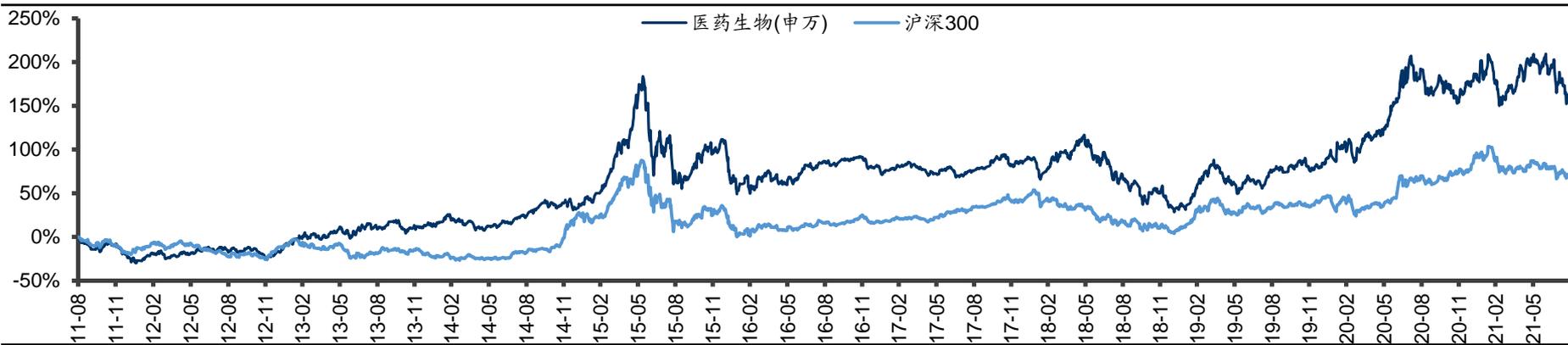
图：2021年各版块至今涨跌幅情况（%）



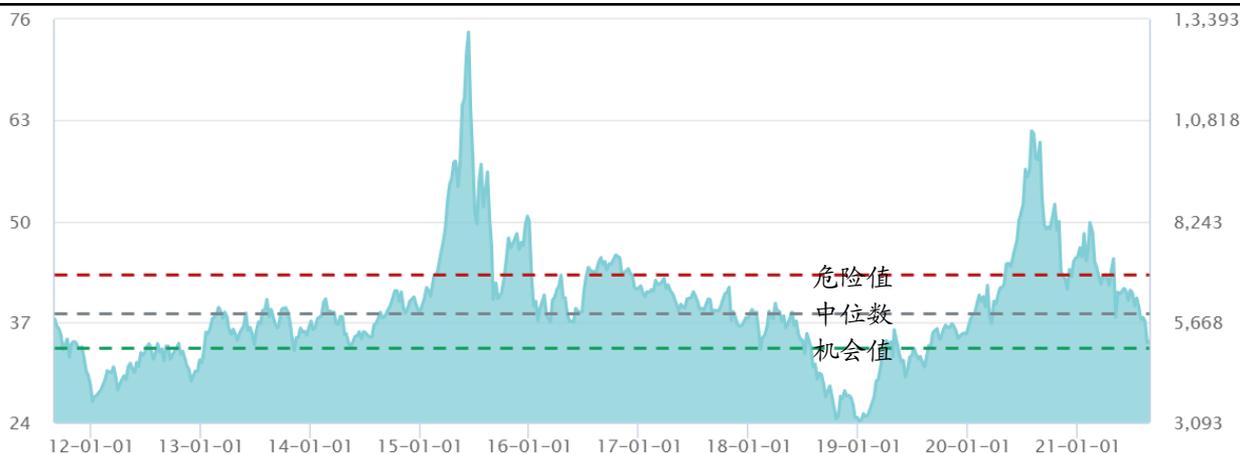
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 近十年医药板块大幅跑赢指数,估值回落至合理区间

图：医药生物（申万）和沪深300近十年涨跌幅情况



图：医药生物（申万）近十年PE（TTM）情况



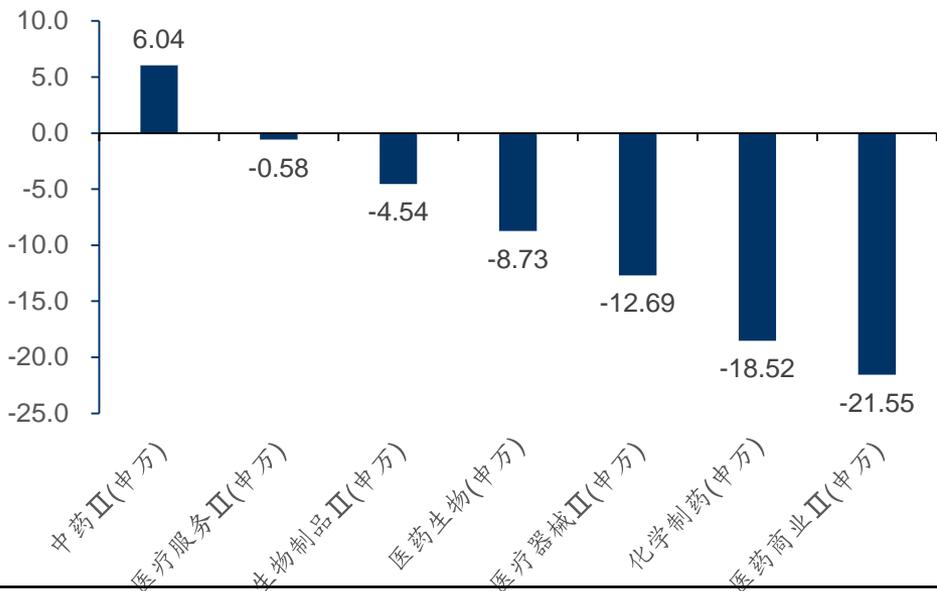
■ 过往十年医药板块持续跑赢指数，当前板块估值已回到合理配置区间。目前医药生物（申万）PE（TTM）为34.51X，处于历史24.6%的分位点，板块整体估值已回落至合理的配置区间。

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 中药板块表现相对突出，各细分板块估值均有所回落

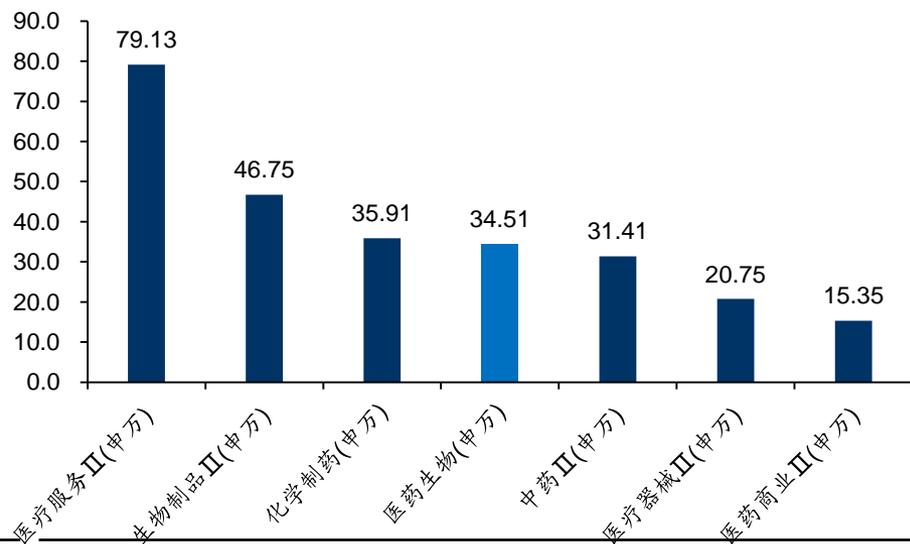
- 中药板块表现相对突出，医药商业及化学制药板块表现较差。医药商业板块今年为止跌幅超过20%，化学制药板块跌幅超过18%，表现相对较差。中药板块是今年唯一录得正收益的细分子行业，涨幅为6.04%
- 各细分版块估值均有所回落，医疗服务子版块估值相对较高。医疗服务板块PE（TTM）为79X，相较峰值已回落超过50%，处于历史45%分位点。生物制品、化学制药、医疗器械等板块均有不同程度的回落。

图：医药生物（申万）各细分板块今年为止涨跌幅（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图：医药生物（申万）各细分板块PE（TTM）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## ● 医药行业近期动态

# 安徽省体外诊断试剂集采，冷静看待

8月19日，安徽省医药集中采购服务中心发布公告，开展临床检验试剂集中带量采购谈判议价，将部分临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、市场竞争较充分的临床检验试剂纳入采购范围，包括肿瘤相关抗原测定、感染性疾病实验检测、心肌疾病实验诊断、激素测定、降钙素原检测。

规则：首先专家参考安徽全省公立医疗机构实际采购价的中位数价、平均价、最低价等价格，论证谈判入围价；然后企业确认入围价，感染性疾病实验检测、激素测定类别，谈判企业五项产品均须接受每一个产品入围价方可进入该类别谈判。此后企业与专家组进行两轮谈判议价，价格为企业的实际供货价，应包括税费、配送费等在内的所有费用，相关配套服务内容、质量、标准不得低于集中带量采购前，本次集中带量采购周期为2年，自谈判议价结果实际执行日起计算，到期后可根据市场发展变化、采购和供应等实际情况延长采购期限。公立医疗机构以谈判成功产品省药采平台上年度采购量的80%作为协议采购量。

8月27日，谈判完成，新产业、雅培、迈瑞、西门子、长光华医、博阳生物、索灵诊断、万孚生物、奥森多、基蛋生物、微点生物、明德生物有产品纳入集采；罗氏、贝克曼、安图生物等最终未参与，透景生命落选。价格并未公布。

## 国信观点：

- 1) 安徽省的体外诊断试剂集采，罗氏、贝克曼等外企没有参加，当前化学发光试剂70%-80%市场份额由罗氏、雅培、贝克曼、西门子四大家外企占据。根据中标结果雅培中选18项，新产业、迈瑞14项、西门子12项，索灵5项，博阳5项，万孚、基蛋2项，长光华医、明德、微点、奥森多1项。谈判分为A、B组，A组主要是肿瘤相关抗原测定，罗氏原本在该领域一家独大，对于这次中选肿瘤标志物的国产企业迈瑞、新产业来说，会在安徽省获取更大的份额。从集采细节要求来看，未来品类齐全的企业在谈判中有更大机会。
- 2) 价格方面虽然并没有公告，但是根据此前网传入围价格在安徽收费标准20%-30%的限价来报价，我们判断降价部分主要是削弱了渠道商的费用，对于生产厂家出厂价影响不大。体外诊断试剂流通环节费用高，出厂价到进院价格在3-5折不等，降价后会削弱中间环节费用，对于生产企业来说会减少销售环节费用，因此随着份额上升，在安徽省的中标的国产产品收入规模和利润均可能上升，需要进一步观察对企业的影响。
- 3) 其他省份是否会同样跟进？这次安徽是由纪委牵头推进的，属于特殊事件。耗材、ivd集采通常是由医保局牵头的，其他省份短期内同样跟进的可能性较小。体外诊断试剂各省一直存在挂网采购、阳光采购等政策，此次价格没有公开，因此不太可能导致其他省份的价格联动。长期来看，占用医保资金较大、国产份额较高，存在降价基础的品类更容易进行集采。IVD存在仪器和试剂的匹配问题，品类繁多，与药品不同，因此实际落地中存在一定困难，安徽省的后续执行情况需要继续观察。
- 4) 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。新产业、迈克生物等公司在疫情中也打开了海外渠道，海外装机量也迅速增加，未来能够依靠高性价比占据海外市场的企业将拥有持续成长的空间。

# 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：8月23日，天津市医保局发布《国家组织人工关节集中带量采购公告（第2号）》，本次文件在第1号采购公告的基础上公布了各省对各厂家的四个产品系统的报量情况，公布产品系统的最高限价，并细化招标规则。本次关节国采将在9月14日开标，公布中选结果。
- 点评：
  - ✓ 根据采购文件，髋关节意向采购总量为30.55万个（以股骨头和髌臼内衬材质组合分类，陶瓷对陶瓷类12.68万个，陶瓷对聚乙烯类14.28万个，金属对聚乙烯类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），在髋关节（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%；微创医疗：
  - ✓ 公布各产品系统最高申报限价，髋关节陶对陶为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组间及髋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，若中标价格降幅好于预期，将解除对于骨科及其余器械板块标的的估值压制。关注威高骨科、爱康医疗、春立医疗、迈瑞医疗。

# 制药装备：疫情带来切入契机，本土装备企业长期受益

- 制药装备是生物医药产业化的基础，国内市场空间超千亿，行业从单机向整体解决方案逐步演变，价值量提升迅速。国家对高端制药装备行业予以支持及鼓励，促使制药装备行业加速转型升级。新冠疫情下国际物流缓慢、产品进出口受限。先前进口替代缓慢的上游制药装备有望一举切入国内产业链。当前本土企业市占率较低，龙头企业东富龙、楚天科技市占率合计仅约4%，集中度提升及进口替代空间巨大。我们认为，国内制药装备有望被更多的药企所使用，并凭借良好的工艺水平、卓越的供应能力、便捷的售后服务、优秀的性价比加速提升市场占有率，先前苦练内功、技术水平与国际接轨的头部企业有望持续受益。
- 头部企业业绩持续兑现：东富龙、楚天科技、奥星生命科技、迦南科技20年归母净利润逆势分别同比增长218%、208%、309%、32%；21年高增长持续，头部企业中报亮眼。
- 楚天科技：抓住疫情机遇，长短逻辑兼具：整体业绩亮眼：收入、利润同比高增速，利润率提升显著。2021年上半年公司实现营业收入23.9亿元（+73%）、归母净利润2.36亿元（+1321%）；其中21Q2实现营业收入12.5亿元（+40%）、归母净利润1.31亿元（+172%）。2021年上半年毛利率、净利率分别为38.6%、9.9%，分别较去年同期提升5.1 p.p、8.7 p.p，提升迅速。利润率的提升主要系两方面因素：1）21年上半年收入中有约30%的疫情产品，其价格水平较高；2）产品结构整体向高端装备转变，该因素的影响有望持续。新签订单结构良好，合同负债再创新高。2021年上半年新签订单约44亿元，已到达去年全年新签订单量55亿元的八成。其中21H1新签新冠相关订单约12亿元，占比仅27%，新冠相关订单占比较低，订单结构优良，可持续性较强。2021年上半年末合同负债19.2亿元，相较于20年末+78%，相较于21Q1末+46%，后续业绩确定性足。成立耗材子公司，不断拓展业务边界。8月公司成立控股子公司楚天思优特，专业生产销售生物制药一次性技术产品，如生物反应器一次性袋、配液袋、储液袋、呼吸袋及其膜材。公司以制药装备为基石，向其关联领域进行拓展，重点发展生物制药技术产品业务，尤其是生物制药前端生物反应器及其一次性技术（SUT）产品、耗材、包材、辅料等等，随着前期布局的深入，有望在明年迎来部分产品的收获期。
- 东富龙：中报靓丽，生物工程及耗材类收入增速喜人：生物制药及耗材领域领先布局初见成效。生物工程单机及系统实现收入4.0亿元（+602%）、医疗装备与耗材实现收入1.3亿元（+139%），高速增长。国际化战略初见成效。海外收入占比25%，其中欧洲地区实现收入2.8亿元（+312%），加速切入高端市场。业绩确定性足。不断拓展业务边界，制药/医疗/食品全线开花；合同负债28亿元，业绩确定性足。

# 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2021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。

■ **投资建议：**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。

■ **风险提示：**创新药研发失败或进度低于预期，创新药国内外销售低于预期，创新药和仿制药降价超预期。

图：恒瑞医药PE/TTM（左轴）和单季度收入增速（右轴）



# 生育政策逐步放开，促进辅助生殖和遗传筛查领域发展

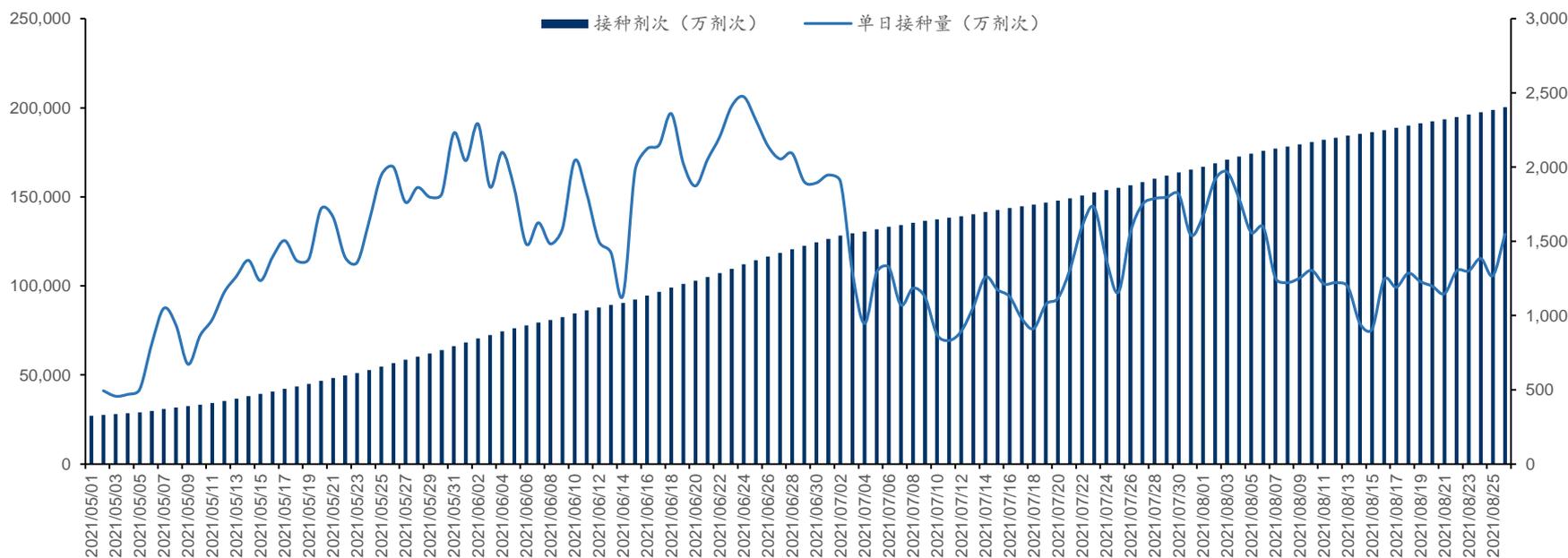
- 7月，中共中央国务院《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，第四条提到“综合防治出生缺陷。健全出生缺陷防治网络，落实三级预防措施。加强相关知识普及和出生缺陷防控咨询，强化婚前保健，推进孕前优生健康检查，加强产前筛查和诊断，推动围孕期、产前产后一体化管理服务和多学科协作。扩大新生儿疾病筛查病种范围，促进早筛早诊早治。做好出生缺陷患儿基本医疗和康复救助工作”。8月20日，十三届全国人大常委会第三十次会议表决通过了《关于修改人口与计划生育法的决定》，修改后的人口与计划生育法规定“一对夫妻可以生育三个子女”，删除原来有关社会抚养费征收等与实施三孩生育政策不适应的规定，同时提出，国家将采取财政、税收、保险、教育、住房、就业等支持措施，减轻家庭生育、养育、教育负担。
- ✓ 新生儿年新增持续下降，妇女生育率处于较低水平。根据七普数据，2020年新生儿数量约1200万，相较于2016年的1800万明显回落。2020年中国育龄妇女总和生育率为1.3，已经处于较低水平。生育限制的逐步放开和鼓励配套政策的出台是大势所趋。
- ✓ 辅助生殖赛道维持高景气度，预计渗透率将较快提升。根据测算，2018年中国辅助生殖取卵周期数为68.4万个，市场规模约250亿元，渗透率仅7%，随着支付能力上升、生育需求释放以及辅助生殖技术服务可及性提高的多重因素推动下，预期中国辅助生殖服务市场在2023年将接近500亿元，复合年增长率约14.5%。
- ✓ 产前筛查、新生儿筛查风口已至。在“放开三胎”前，国务院已于7月20日发布《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，其中提到“推进孕前优生健康检查、加强产前筛查和诊断、扩大新生儿筛查病种范围，促进早筛早诊早治”，我们预计出生缺陷筛查的范围将从唐氏向其他疾病拓展，推动广泛的筛查，政府层面预计也将出台配套支持政策，行业规模随之扩大，龙头公司将具有先发优势。
- ✓ 投资建议：锦欣生殖是国内辅助生殖服务领域的龙头民营连锁，旗下已有成都西囡、深圳中山、武汉锦欣、美国HRC、老挝锦瑞等多家具有IVF牌照的医院。现有医院取卵周期数提升，提供VIP服务满足个性化需求；国内收购稳步推进，海外拓展步履不停，推荐买入。贝瑞基因、华大基因为出生缺陷筛查行业双寡头，产品管线丰富，受益优生优育政策推动，遗传筛查行业扩容，推荐买入。

## ● 新冠疫情追踪

# 国内新冠疫苗累计接种超20亿剂

根据国家卫健委消息，截至8月28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1259例（其中重症病例9例），累计治愈出院病例88924例，累计死亡病例4636例，累计报告确诊病例94819例，现有疑似病例1例。累计追踪到密切接触者1161449人，尚在医学观察的密切接触者24381人。8月28日新增确诊病例33例，均为境外输入病例（云南17例，上海5例，天津4例，广东3例，江苏2例，福建1例，四川1例）；无新增死亡病例；新增疑似病例1例，为境外输入病例（在上海）。全国累计报告接种新冠病毒疫苗超过20亿剂次，其中完成全程接种人数达8亿8943.9万人，疫苗接种总人数达到10亿7250万人，覆盖了全国人口约76%。

图：中国新冠疫苗接种情况

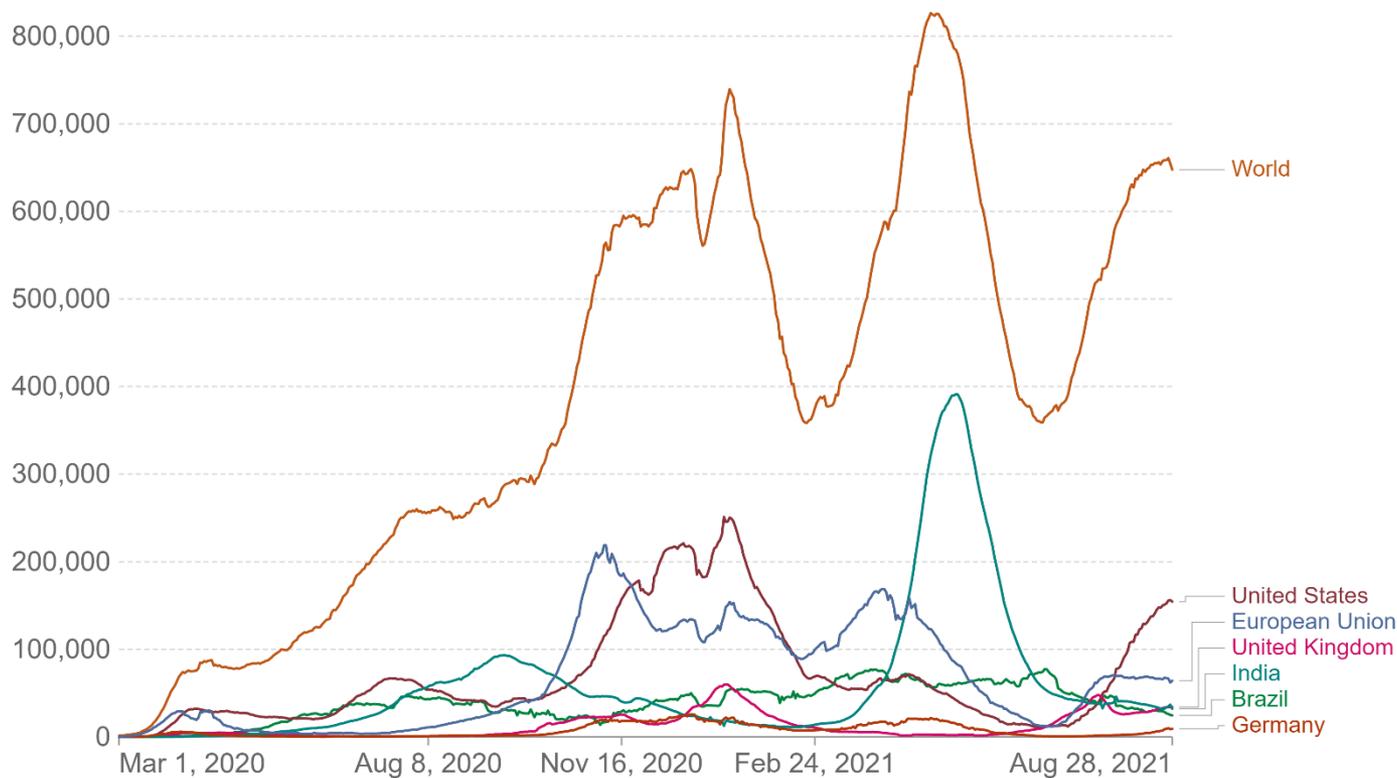


资料来源：卫健委、国信证券经济研究所整理

# 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：全球新冠疫情每日确诊人数（每7日平均）

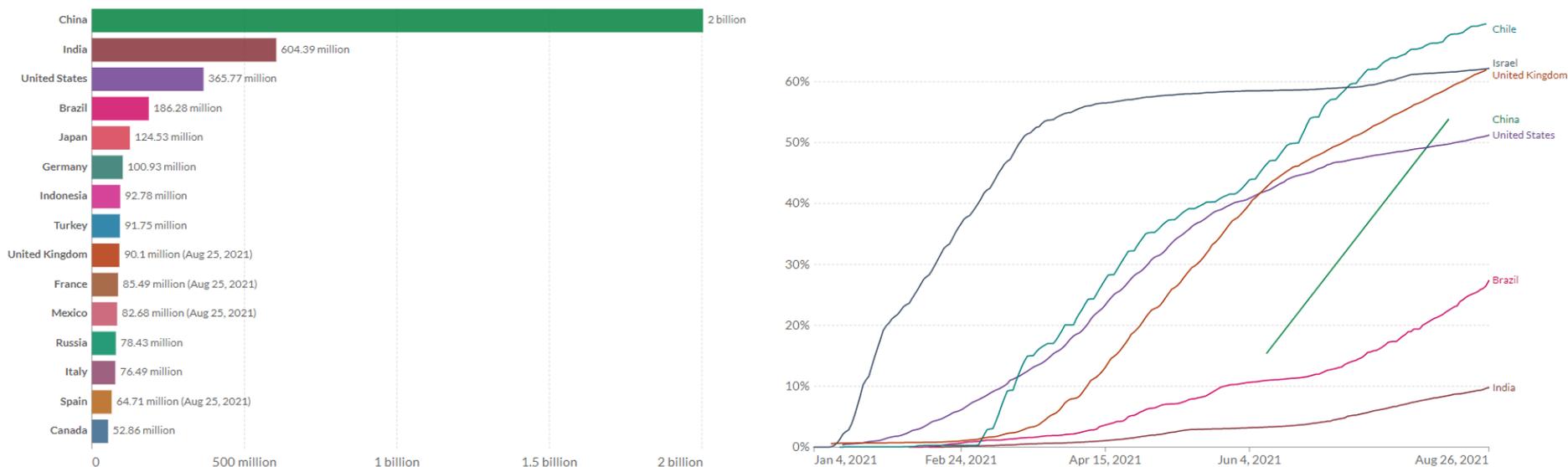


资料来源：Our World in Data、国信证券经济研究所整理

# 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：全球新冠疫苗接种剂次和完成免疫程序人群比例（截至2021/8/26）



资料来源：Our World in Data、国信证券经济研究所整理

# 专家建议特定人群注射加强针

## ■ 国内建议特定人群加强免疫

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。

## ■ 部分海外国家已经开始特定人群的加强针接种

- 以色列：从8月初开始对60岁以上人群以及器官移植接受者和癌症患者在内的免疫功能受损人群增打第三针
- 土耳其：为医护人员和50岁以上人群提供第三剂新冠疫苗
- 泰国、印尼：计划为医务工作者提供第三剂新冠疫苗
- 英国：计划从9月份开始启动50岁以上人群提供第三针新冠疫苗，无论此前接种疫苗类型，第三针均采用BNT162b2
- 美国：计划从9月中旬开始对第二针接种完成八个月以上人群进行加强免疫
- 德国：计划从9月份开始使用Moderna或Pfizer/BioNTech新冠mRNA疫苗作为加强针

**国信观点：**由于中和抗体衰减以及变异株的存在，目前来看自然感染和接种疫苗都难以对新冠产生可以长期维持的免疫力，无论未来疫情是全球范围内的大流行（pandemic）还是局部地区流行（endemic），各国可能都需要定期接种加强针。目前，主要高/中高收入国家达成初步群体免疫，即将启动加强针；广大发展中国家初步免疫需求未被满足，新冠疫苗短期供应仍然相对不足。加强针市场提升新冠疫苗商业化价值的延续性，利好国内疫苗企业新冠疫苗业绩的释放。

# 智克威得/ZF2001：临床III期数据优秀

中科院微生物所研发的重组蛋白候选疫苗，与智飞龙科马合作开发（ZF2001，商品名智克威得）：

- 疫苗设计：采用CHO细胞系表达重组S1-RBD（19-537）单链二聚体（sc-dimer）
- 疫苗制剂：添加铝佐剂（氢氧化铝），2-8°C冷藏可长期储存
- 生产交付：规划产能4亿剂/年

全球ph3注册临床试验：

- 剂量程序：25 $\mu$ g蛋白三针法（0/28/56天）vs安慰剂
- 主要终点：全程免疫后14天起（8周+2周）的核酸确诊有症状感染率
- 规模进度：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。
- 中期数据：共监测到全程接种后的主要终点病例数221例，对于任何严重程度的COVID-19的VE=81.76%，对于COVID-19重症及以上病例、死亡病例的VE=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VE=92.93%，对Delta变异株的VE=77.54%。
- 安全性：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，有望抢占可观的市场份额。

# 新冠疫苗研发：丽珠单抗新冠疫苗启动全球III期临床

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	2021/3/24
沃森生物/艾博生物	RNA	2针	3期临床	2021/5/17
丽珠单抗	重组蛋白	2针	3期临床	2021/8/27
万泰生物	鼻喷流感病毒载体	2针	2期完成	
华西医院	重组蛋白	3针	2期临床	
华兰生物	腺病毒载体		获批临床	
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	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

## ● 细分板块观点

# 药品：布局创新与全球化

- “腾笼换鸟”而非“杀鸡取卵”，建议逢低布局优质的创新药公司。在仿制药集采、创新药医保谈判等政策影响下，国内制药企业的业绩和估值都承受了较大的压力。我们认为，目前中国的医疗支出占GDP的比例远低于发达国家，未来还有很大的增长空间。政策和监管层面持续鼓励创新，医保控费更多是结构性的调整，每年的医保支出同样维持持续增长，“腾笼换鸟”而非“杀鸡取卵”，利好真正具有创新性、能够带来临床获益的药品和器械。我们建议关注那些具有差异化创新能力、全球化布局的创新药公司：恒瑞医药、复星医药、康宁杰瑞制药、康方生物、君实生物。
- 化学制剂板块8月小幅下跌。截至8月27日，申万化学制剂板块整体下跌4.98%（总市值加权平均），创新药龙头恒瑞医药下跌超15%。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。恒瑞医药与创新药企业不同，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。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，市场会重新认知公司的研发管线和技术平台的意义。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。

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 210726	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 20A	PEG 21E	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
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
1177.HK	中国生物制药	6.24	1,176	0.15	0.17	0.21	0.24	35.4	30.6	24.7	21.6	8.2%	1.7	买入
0512.HK	远大医药	6.07	215	0.51	0.54	0.66	0.81	12.0	11.2	9.1	7.5	11.9%	0.7	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

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

# 原料药：关注业绩持续兑现标的

- **原料药8月跑赢医药生物板块整体。**2021年8月1日至8月27日，申万化学原料药板块上涨1.3%，跑赢申万生物医药板块整体（-7.2%）。天宇股份（48.78%）、富祥药业（48.44%）、键凯科技（17.86%）、普洛药业（14.37%）、ST冠福（13.92%）涨幅领先，共同药业（-14.34%）、九洲药业（-12.96%）、凯莱英（-11.48%）、美诺华（-9.52%）、司太立（-8.25%）跌幅居前。
- **普洛药业：中报业绩超预期，利润率创新高**
- ✓ **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%）、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%）、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%。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，0.5g中标额约3000万。由于此次集采按品种、差比价规则统一竞价，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。

表：原料药重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 21/08/27	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	31.59	372	0.69	0.94	1.18	1.47	45.6	33.6	26.8	21.5	20.0	1.2	买入
300702	天宇股份	40.78	142	1.92	1.98	2.57	3.01	21.3	20.6	15.9	13.6	23.9	1.3	买入
002332	仙琚制药	10.70	106	0.51	0.64	0.79	0.98	21.0	16.7	13.6	10.9	13.7	0.7	无评级
603538	美诺华	31.27	47	1.12	1.46	1.96	2.62	27.9	21.4	15.9	11.9	11.5	0.7	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 \* 天宇股份、仙琚制药、美诺华盈利预测为wind一致预期

# 中药：资源属性，集采价格降幅有限

■ **中药8月跑赢医药生物板块整体。**2021年8月1日至27日，申万化学中药板块下跌2.3%，跑赢申万生物医药板块整体（-7.2%）。太龙药业（26.47%）、中新药业（25.50%）、华润三九（17.56%）、国发股份（14.64%）、东阿阿胶（12.40%）涨幅领先。中国中药（-25.77%）、广誉远（-22.60%）、太极集团（-21.52%）、大唐药业（-18.59%）、云南白药（-13.82%）跌幅居前。

## ■ 事件

1) 2021年8月9日，国家医疗保障局发布对十三届全国人大四次会议卢庆国代表的第4126号建议的答复，指出：将尽快使中成药进入药品集中带量采购，并已有政策安排和初步探索，下一步工作将会同有关部门在完善中成药及配方颗粒质量评价标准的基础上，坚持质量优先，以临床需求为导向，从价高量大的品种入手，科学稳妥推进中成药及配方颗粒集中采购改革。

2) 8月中旬，业内传出一份湖北医保局发布的《关于邀请参加中成药省级跨区域联盟集中带量采购的函》，网传文件中共17类74个中成药入选，如血塞通、百令、银杏叶、丹参、生脉等。

## ■ 国信观点

✓ **中药集采大势所趋。**集中带量采购承诺优先使用中选产品并确保完成约定采购量，给予企业稳定的市场预期，给企业提供了一个在阳光下公平竞争的平台，挤出了中间流通环节的费用水分，有助于提高产业集中度，推动行业高质量发展。以配方颗粒为例，国家及地方层面都明确指出未来要在药品集中采购平台采购，我们认为：中药集中采购有望为相关企业提供一个在阳光下公平竞争的平台、挤出中间流通环节的费用水分，企业之间竞争的重点将从原来的“回扣竞争”转向质量和价格的竞争，有助于形成法制化、市场化的良好营商环境，中药集采是大势所趋。

✓ **中药的资源属性决定集采价格降幅相较于化药品种有望更加缓和。**与化药的生产成本相对固定所不同，中药上游对应的是药材种植业。由于气候、自然灾害等不可控因素的存在，其生产成本波动性较大。我们认为：中药的资源属性决定其在集中采购中的降幅相较于化药品种有望更加缓和。

表：中药重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 21/08/27	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 20A	PEG 21E	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
002603	以岭药业	17.18	287	0.73	1.33	1.55	1.81	23.6	12.9	11.1	9.5	14.5	0.4	买入
0570.HK	中国中药	3.60	181	0.33	0.40	0.46	0.51	9.1	7.5	6.5	5.9	9.6	0.5	买入
600436	片仔癀	361.70	2182	2.77	3.44	4.26	5.21	130.6	105.0	84.9	69.4	23.1	4.5	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

# CXO: 龙头持续高增速, 景气度不减

- **8月CXO板块分化明显。** 2021年8月1日至27日, CXO各标的表现分化: 21年中报表现靓丽标的涨幅居前, 阳光诺和(+45.6%)、美迪西(+34.8%)、药石科技(+12.8%)领涨; 昭衍新药(-25.2%)、成都先导(-14.7%)、泰格医药(-13.4%)跌幅居前。
- **龙头业绩持续亮眼**
- ✓ **药明康德:** 21H1实现收入105亿元(+46%), 实现归母净利润26.8亿元(+56%)。其中, CDMO业务实现营收36亿元(+66%), 毛利率同比上升1.4 p.p至41.0%, 管线中共1413个项目, III期项目48个、II期项目220个、I期项目1113个, 后期项目增长迅速。
- ✓ **药明生物:** 临床三期和商业化项目收入迅速增长, 业绩超预期; 首次分类出商业化收入8.9亿元, 占比20.2%, 开启CMO元年, Win-the-Molecule战略持续兑现; 前瞻布局技术平台, 产能持续扩张。
- ✓ **凯莱英:** 21H1实现收入18亿元(+39%), 剔除汇率影响, 同比+51%; 实现归母净利润4.3亿元(+36%), 剔除股权激励、汇率相关损益影响, 同比+40%。管线“漏斗效应”明显, 小分子业务快速增长, 21H1小分子业务实现营收16亿元(+34.16%)。

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	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		210827	亿元	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
300347	泰格医药	136.49	1191	2.01	2.04	2.68	3.35	67.9	66.9	50.9	40.7	17.2	3.6	买入
2269.HK	药明生物	116.00	4,918	0.40	0.74	1.04	1.47	242.6	130.3	92.5	65.9	7.2%	3.4	买入
603259	药明康德	129.94	3837	1.00	1.34	1.82	2.43	129.9	97.0	71.4	53.5	11.9	2.8	买入
300759	康龙化成	193.91	1540	1.48	1.84	2.49	3.33	131.0	105.4	77.9	58.2	14.1	3.4	买入
688222	成都先导	25.02	100	0.16	0.21	0.36	0.48	156.4	119.1	69.5	52.1	7.2	2.7	增持
1873.HK	维亚生物	6.54	126	-0.20	0.26	0.35	0.46	-	25.2	18.7	14.2	-	-	买入
300725	药石科技	166.50	332	0.92	1.41	2.00	2.76	181.0	118.1	83.3	60.3	14.0	2.7	买入
002821	凯莱英	351.61	853	2.98	4.05	5.50	7.34	118.0	86.8	63.9	47.9	16.0	2.5	买入
300363	博腾股份	88.00	479	0.60	0.83	1.14	1.51	147.6	105.6	77.5	58.4	10.0	2.9	无评级
603456	九洲药业	41.02	342	0.46	0.74	0.98	1.25	89.7	55.7	42.0	32.8	12.8	1.4	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测 \* 博腾股份、九洲药业盈利预测为wind一致预期

# 医疗器械：布局具有创新和全球化能力的公司

- 医疗器械板块8月1日-27日下跌12.56%，表现劣于医药生物板块（下跌8.72%），2021年PE 29.9倍（剔除负值），主要是安徽体外诊断试剂集采导致IVD相关公司跌幅较大，涨幅较好的是制药装备等。
- **投资主线：创新医疗器械、具有出海能力的全球化企业。推荐买入：迈瑞医疗：**前期调整充分，受益于医疗基建，全球化企业，业绩确定性强；**华大基因：**公司新冠检测海外出口持续贡献业绩，肿瘤感染生育多管线布局测序赛道，海外埃塞俄比亚IVD工厂去年投产，沙特工厂建设中，借助新冠打开海外IVD之路。**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、国内上市前临床启动，铁基平台的价值正在逐步凸显；创新管线丰富；2021H1增长超预期。

表：器械板块重点公司估值表

代码	公司简称	股价 210827	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	323.25	3930	5.48	6.60	7.95	9.69	59.0	49.0	40.7	33.4	31.2	2.3	买入
300003	乐普医疗	25.02	452	1.00	1.29	1.60	2.01	25.1	19.4	15.6	12.4	16.3	0.7	买入
1302.HK	先健科技	4.16	193	0.05	0.05	0.06	0.07	89.1	83.2	69.4	59.4	(0.6)	5.8	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
710	贝瑞基因	23.52	83	0.59	0.29	0.46	0.61	39.6	81.8	51.5	38.4	4.9	82.4	买入
300639	凯普生物	30.16	89	1.23	2.60	2.09	2.14	24.4	11.6	14.4	14.1	20.3	0.6	买入
300463	迈克生物	29.60	165	1.43	1.81	2.22	2.75	20.8	16.4	13.3	10.8	22.5	0.7	买入
300676	华大基因	98.64	408	5.05	4.36	3.76	3.92	19.53	22.64	26.20	25.19	40.08	-2.79	买入
688298	东方生物	186.62	224	13.98	40.83	26.53	19.78	13.35	4.57	7.04	9.43	122.96	0.37	买入
2223	鱼跃医疗	33.44	335	1.75	1.35	1.59	1.94	19.1	24.7	21.1	17.2	24.1	7.1	买入
300642	透景生命	57.76	53	1.32	2.49	3.27	4.17	43.6	23.2	17.7	13.8	8.1	0.5	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：鱼跃医疗为Wind一致预期，其余为国信预测

# 生物制品：血制品回调带来机会，疫苗板块高景气度

- **新冠疫苗中报业绩兑现，出口订单值得期待。**国内疫苗企业中报陆续披露，2021H1智飞生物实现营收131.71亿元（预计新冠疫苗收入超50亿元），康希诺实现营收20.61亿元（预计主要为新冠疫苗收入），康泰生物实现营收10.52亿元（预计新冠疫苗收入2~3亿元），复星医药新冠疫苗收入超5亿元。根据海关总署数据，1-7月我国人用疫苗累计出口货值达483.8亿元，7月单月出口货值达158.9亿元人民币，环比6月90.4亿元增长75.9%，截止7月底我国出口新冠疫苗和原液累计超7亿剂。Delta突变株给全球疫情带来不确定性，国际出口和国内加强针延续增量需求，下半年随着产能进一步爬坡，新冠疫苗有望持续贡献业绩弹性。建议关注：智飞生物、康希诺生物、复星医药、康泰生物和沃森生物等。
- **血制品板块回调带来布局机会，推荐天坛生物、华兰生物。**由于2020年采浆受到疫情影响，我们预计今年行业的整体增速保持平稳；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。近期板块重点公司的股价回调较多，关注“黄金坑”的投资机会。继续推荐天坛生物：血制品龙头，上半年公司新开浆站陆续兑现，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：公司半年报业绩略低于预期，股价连续回调。我们认为，公司的血制品业务仍将维持稳健。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
		210827		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
002007	华兰生物	32.05	585	0.88	1.05	1.27	1.48	36.2	30.6	25.3	21.6	21.0%	1.6	买入
300122	智飞生物	2.06	3.02	4.03	4.92	72	59	44	36	40	1.26	2.06	3.02	买入
300601	康泰生物	125.51	862	0.99	1.83	3.18	4.06	176	69	39	31	9.1	0.8	买入
6185.HK	康希诺生物-B	289.20	952	-1.72	23.33	40.82	30.08	/	11	6	9	/	0.01	买入
000661	长春高新	257.77	1,043	7.53	10.16	12.72	15.32	34.2	25.4	20.3	16.8	31.0%	0.9	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

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理、预测

# 医疗服务：前期高估值得到消化，把握龙头配置机会

- 医疗服务板块前期高估值得到一定消化，优质赛道长期发展前景不变。**在前期政策扰动和担忧医疗“公益属性”下市场情绪恶化，叠加医疗服务板块估值较高，龙头公司已出现大幅回撤，近一个月爱尔眼科下跌34%，通策医疗下跌39%，锦欣生殖下跌26%，海吉亚医疗下跌35%。民营医疗服务作为公立医疗的有力补充，在眼科、妇产、口腔、医美等细分领域错位竞争、具备专业优势，国家政策对于社会化办医一贯都是鼓励支持态度，长期看专科连锁中的优质赛道发展前景不变，成长逻辑稳固，在估值水平得到充分消化后将是该板块的布局良机。
- ✓ 爱尔眼科：**2021年上半年实现营收73.48亿（+76.5%），归母净利润11.16亿（+65.0%），扣非归母净利润12.27亿（+111.9%），业绩符合预期。Q2单季归母净利润6.32亿（+5.8%），扣非归母净利润7.18亿（+29.9%），单季净利同比变动受到去年疫情积压需求在Q2释放且各项费用减少的影响。三大主力业务（屈光、视光、白内障）均快速增长，陆续新设五大眼病专病门诊，推出“愉悦”全视程解决方案，硫酸阿托品滴眼液取得《医疗机构制剂注册批件》，将为青少年及中老年人群提供个性化诊疗。上半年收购武汉爱尔黄陂等数家医院股权，并新设了湖北爱尔等5家医院及19家门诊部或诊所，全国分级连锁网络建设逐步完善。
- ✓ 通策医疗：**2021年上半年实现营收13.18亿（+74.8%），归母净利润3.51亿（+141.2%），后疫情时代业绩稳健增长。公司现有口腔医疗机构50余家，“总院+分院”模式有序推进，蒲公英模式进展较顺利。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。
- ✓ 锦欣生殖：**国家大政方针鼓励生育的背景下辅助生殖为高景气赛道（晚生晚育趋势+不孕不育存量）。在锦欣的品牌力和富有竞争力的激励体系下，国内大牌资深专家陆续加盟，前北京朝阳医院生殖中心主任李媛博士被聘用为公司首席医疗官，将有力提升医疗服务质量，加强科研及创新，培训医疗专业人员及雇员。国内收购将稳步推进，海外拓展步履不停，下半年预计仍有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 2021/08/27	总市值 亿元/亿港元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
300015	爱尔眼科	47.05	2,543	0.42	0.44	0.58	0.75	111.2	106.9	81.1	62.7	17.5%	3.2	买入
600763	通策医疗	249.72	801	1.54	2.30	3.08	4.04	162.2	108.4	81.1	61.8	22.9%	2.9	无评级
1951.HK	锦欣生殖	12.04	302	0.10	0.14	0.21	0.27	100.1	70.5	47.1	37.8	3.5%	1.8	买入
6078.HK	海吉亚医疗	60.05	371	0.28	0.65	0.92	1.15	182.0	77.4	54.4	43.4	4.0%	1.3	无评级

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、海吉亚医疗为Wind一致预测

# 港股：关注业绩兑现情况，把握高成长与低估值标的

## ■ 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。公司与石药达成KN026在国内的license-out协议，并且在下半年有望迎来一系列关键临床的推进以及重磅数据的读出，研发管线的价值持续得到兑现。
- ✓ **三生制药：**生物药根基稳固，蔓迪空间广阔。公司是老牌的生物制药企业，在基因重组药物、抗体等生物制品的研发、生产和销售上有深厚的积累。米诺地尔空间广阔，蔓迪龙头地位稳固，迅速成为超过10亿的大单品。公司研发管线以抗体类生物药为主，以肿瘤和自免领域为核心，肾科、皮肤科作为有机补充。充分发挥管线中的分子与现有产品的协同性，进一步提升竞争力。公司中报业绩超预期，在生物药稳健增长的同时，蔓迪销售翻倍；估值安全有底且向上空间大。
- ✓ **先健科技：**2021H1实现营收4.61亿（+68.9%），归母净利润2.04亿（+106.5%）。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，IBS冠脉在国内开启注册性临床，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。
- ✓ **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扭亏，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”，创新业务布局顺利开展，估值极具性价比。2021H1实现纯利2.3~2.45亿港元，同比扭亏为盈。
- ✓ **金斯瑞生物科技：**传奇生物在2021 ASCO发布数据美国CARTITUDE-2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。2021H1收益2.3亿美元（+38%），亏损1.56亿美元，同比亏损减小。

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
		2021/08/27		20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
1066.HK	威高股份	13.18	596	0.45	0.54	0.65	0.78	24.5	20.4	16.9	14.1	11.6%	1.0	买入
1302.HK	先健科技	4.16	193	0.05	0.05	0.06	0.07	74.3	69.5	56.7	46.4	9.2%	4.1	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	32.25	676	-0.05	-0.10	-0.12	-0.13	-	-	-	-	-	-	买入
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	23.20	217	-0.46	-0.67	-0.71	-0.58	-	-	-	-	-	-	买入
3600.HK	现代牙科	9.71	93	0.11	0.35	0.41	0.47	71.9	23.2	19.7	17.1	4.8%	0.4	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	7.8%	0.3	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

# 疫苗行业系列报告（1）： 新冠疫苗篇：全球疫情反复，国产疫苗正当时

## ■ Delta变异株传播，全球疫情反复

随着德尔塔毒株在全球范围内的进一步传播，以及部分国家防疫政策随着疫苗接种率提升而逐步放松，全球新增新冠确诊人数从6月底的~30万人/天快速提升至~50万人/天，其中不乏英国、以色列等高疫苗接种率国家。变异株提高了病毒的传染能力和免疫逃逸水平，同时无论是自然感染还是接种疫苗产生的中和抗体都会随时间缓慢衰减，疫苗对变异株中和能力和保护效力都有所下降，为全球抗疫带来不确定性。

## ■ 多种技术路线的新冠疫苗饱和式研发，商业化持续加速

全球新冠疫苗采取多技术路径饱和式研发策略，目前mRNA、腺病毒载体、全病毒灭活、重组蛋白等四条技术路径累计有10余个产品成功商业化，其中mRNA疫苗的LNP递送平台、重组蛋白疫苗的新型佐剂等都是首次取得大规模应用，此外还有多个候选疫苗处在临床后期阶段。根据辉瑞2021Q2财报披露，2021年新冠疫苗销售指引由260亿美元再次上调至335亿美元，商业化进程持续加速。

## ■ 疫情防控，疫苗和公共卫生手段缺一不可

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，因此需要在广泛接种高保护力疫苗的同时，仍然需要佩戴口罩、手套，限制社交距离等非药物干预措施（NPI）。

## ■ 新冠疫苗供需拐点远未达到

全球疫苗接种42亿剂，国内超16亿剂，预计2021年底高/中高收入国家达到初步群体免疫。由于中和抗体衰减以及变异株的存在，目前来看自然感染和接种疫苗都难以对新冠产生可以长期维持的免疫力，无论未来疫情是全球范围内的大流行（pandemic）还是局部地区流行（endemic），各国可能都需要定期接种加强针。现阶段新冠疫苗分配存在结构性失衡，低收入国家疫苗覆盖率仅1~2%，缺乏疫苗而仅仅依靠公共卫生手段难以完全遏制疫情，加强免疫和发展中国家出口将是下一阶段主要的需求驱动力。

■ **风险提示：**新冠疫苗研发失败或长期有效性低于预期；监管审批要求发生重大不利变化；采购销售模式发生重大不利变化；全球政治经济社会风险。

■ **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。

# 制药装备行业深度：替代正当时，龙头最受益

- **制药装备是生物医药产业化的基础，国内市场空间超千亿。**根据灼识咨询的分析数据，2019年全球制药设备、工艺系统及服务市场规模约5059亿元，2015年-2019年复合增速8.0%，高于全球医药市场增速；预计到2024年全球制药设备、工艺系统及服务市场规模将超7000亿元。中国是全球第二大制药装备市场，伴随着国内生物医药行业的高速增长，预计到2024年国内制药装备市场规模有望达到1740亿元。
- **行业从单机向整体解决方案逐步演变，价值量提升迅速。**行业经营模式由原来的药机、洗瓶、分装、灭菌等独立单机，逐步发展为系统工程，实现从工业1.0机械化、2.0电气化、3.0自动化向4.0智能化逐步演变。伴随着由单机到智慧药厂整体解决方案的发展，预计价值量将迎来数倍乃至数十倍的提升空间。
- **“阵痛期”后雨过见天晴，头部企业强者恒强。**2010新版GMP老车间强制认证于2015年底结束，制药装备的需求出现下降，行业进入产能调整、智能化升级的新阶段。随着竞争的加剧及价格战的愈演愈烈，18年前后行业利润总额急剧下滑。随着仿制药质量和疗效一致性评价、两票制、药品上市许可持有人制度（MAH）等政策带来制药工业的整合调整，医药行业的变革给制药装备行业带来新的挑战与发展机遇，制药装备行业集中度提升，制药装备整体向着自动化、智能化的方向发展。在经历短暂的“阵痛期”后，19年至今行业迅速复苏，营收平稳增加、利润强势回暖，2020年行业实现收入197.9亿元、利润总额12.8亿元。我们认为：1）行业短暂的“阵痛期”有望加速分化，前期修炼内功、打造制造/成本/技术等多重优势的头部企业有望强者恒强；2）制药装备行业集中度有望继续提升，订单将逐步向设备自动化、智能化高的企业集中。
- **风险提示：竞争加剧风险，疫情反复风险，政策监管风险，贸易保护风险**
- **投资建议：集中度提升及进口替代空间巨大，本土龙头有望持续受益**

在医药行业格局生变的背景下，国家对高端制药装备行业予以支持及鼓励，促使制药装备行业加速转型升级，叠加新冠疫情提供的切入契机，越来越多的自主研发产品正在逐步替代进口。当前本土企业市占率较低，龙头企业东富龙、楚天科技市占率合计仅约4%，集中度提升及进口替代空间巨大。我们认为，国内制药装备有望被更多的药企所使用，并凭借良好的工艺水平、卓越的供应能力、便捷的售后服务、优秀的性价比加速提升市场占有率，先前苦练内功、技术水平与国际接轨的头部企业有望持续受益。**推荐买入：楚天科技（世界级医药装备及其整体方案提供商）、东富龙（不断拓展业务边界，制药/医疗/食品全线开花）；推荐关注：奥星生命科技。**

# 康希诺生物 ( B-6185.HK ) 事件快评: 股权激励计划公布, 助力公司长期发展

## 事项:

8月21日, 公司披露《2021年限制性股票激励计划(草案)》, 拟向391名激励对象授予1,100,250股限制性股票, 约占总股本的0.4446%, 其中首次授予80%, 预留20%。考核年度为2021年-2022年, 授予价格为209.71元/股。

### ■ 本次激励计划受众面广, 充分提升员工积极性

本激励计划首次授予限制性股票的激励对象共计391人, 约占公司员工总数1263人(截止2021年7月31日)的30.96%。并且, 上述激励对象中不包括独立董事、监事、单独或合计持有上市公司5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女, 预计主要覆盖公司中高层管理、业务和研发核心人员等, 充分调动员工积极性。

### ■ 授予价格及定价方法彰显公司发展信心

本次激励计划限制性股票的授予价格为公司首次公开发行A股股票价格, 即209.71元/股, 为计划草案公告前1/20/60/120个交易日公司A股股票交易均价的54.29%/39.45%/34.87%/39.53%。公司作为一家技术驱动的生物科技企业, 本次激励政策是现有职工薪酬体系的良好补充, 有望提升公司对人才的吸引力, 稳定公司核心业务和研发团队, 实现员工利益和股东利益的深度绑定。

### ■ 业绩考核细化收入、商业化产品和研发管线三大指标

本次激励计划分为2021年和2022年两个归属期, 按照2021年业绩考核目标A(归属系数100%), 公司营业收入不低于70亿元, 截止2021年末至少拥有3个商业化产品(不含埃博拉疫苗Ad5-EBOV)以及至少3个产品取得临床阶段进展; 按照2022年考核目标A, 公司2021-2022年累积营业收入不低于200亿, 截止2022年末至少拥有4个商业化产品(不含埃博拉疫苗Ad5-EBOV)以及2022年新申报并获得受理的IND申请不少于2个。公司目前新冠疫苗和MCV2已获批上市, 多个优质产品处于临床阶段, 公司未来几年商业化和研发管线进度有望进一步提速。

■ **投资建议:** 公司新冠疫苗快速释放业绩, 雾化吸入剂型抢占加强针先机, 并有望扩大产能; 2价流脑结合疫苗获批, 4价产品报产, 依托辉瑞学术推广能力和相关产品销售经验, 上市后有望快速放量贡献业绩, 本次激励计划充分调动员工积极性, 公司有望持续高速发展。预计公司2021-2023年EPS分别为23.33元、40.82元和30.08元, 对应目前股价PE=13/7/10x, 维持“买入”评级。

# 佰仁医疗半年报点评：外科瓣强势增长带动营收超预期

## ■ H1业绩超预期

佰仁医疗2021年H1营收1.25亿元（+86.3%），归母净利润0.26亿元（-20.6%），剔除股份支付影响后净利润0.60亿元（+82.2%）；21Q2营收0.72亿元（+67.4%），归母净利润0.17亿元（-27.8%），剔除股份支付影响后净利润0.36亿元（+48.2%），业绩超预期。

## ■ 瓣膜业务增长强劲

2021年H1公司的外科瓣销售2538枚（+267.29%），实现销售收入3219万元（+306.16%），Q2单季度外科瓣销售1478枚，环比大幅增长39.4%；心脏瓣膜置换与修复板块增长213.39%。公司的牛心包瓣是唯一拥有长期大组临床数据支持的国产产品，随着渠道的扩张，市场份额将不断扩大，持续高速增长。

## ■ 研发全面推进

公司H1研发费用大幅提升至2244万元，研发费用率18.0%。介入瓣中瓣临床已植入30枚，包括主动脉瓣、二尖瓣和三尖瓣3个不同瓣位，预计Q4完成全部入组；介入主动脉瓣已开始入组，临床顺利推进；眼科生物补片已完成58例手术入组，预计Q4可完成入组。另外，限位可扩张牛心包瓣、新型瓣膜成型环等的研发有序进行。

■ 风险提示：介入瓣研发进度不及预期，产品和进院销售不及预期

■ 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

公司的外科生物瓣长期临床数据优秀，将受益于生物瓣对机械瓣的替代以及国产产品对进口的替代，实现快速增长。介入瓣的研发顺利推进。由于心脏瓣膜的销售超预期，我们上调公司21~23年还原股权支付费用口径的归母净利润为1.24/1.62/2.07亿元（原值1.08/1.46/1.92亿元），同比增长41.6%/31.0%/27.4%，对应当前股价PE为157/120/95x。同时上调21~23年的归母净利润预测至0.57/1.23/1.84亿元（原值0.51/1.13/1.73亿元），同比增长1.3%/114.8%/49.3%，维持“买入”评级。

# 药明生物-02269.HK-2021年中报点评：业绩超预期，开启CMO元年

## ■ 业绩高速增长，超出预期

2021H1实现营收44.07亿元（+126.7%）、归母净利润18.42亿元（+150.3%），超出预期，得益于临床三期和商业化项目收入迅速增长。分地区看，中国、美国、欧洲分别同比增长42.3%、149.3%、706.8%。毛利率52.12%大幅提升11.6pp，主要是产能利用率提升。

## ■ 开启CMO元年，Win-the-Molecule战略持续兑现

IND前项目收入14.5亿元（+50.4%）；IND后项目收入19.4亿元（+109.2%），商业化收入8.9亿元，占比20.2%。截止2020H1综合项目数408个，（新增79个），其中临床前项目212个，临床I期116个、II期44个，II期32个，商业化项目4个（新增2个：GSK/Tesaro的PD-1和GSK/Vir的新冠中和抗体）。未完成订单125亿美元（+31.7%），其中未完成服务订单达到72亿美元（+25.2%），得益于疫苗CMO合同、新冠项目新增8个及非新冠业务快速恢复。2016-2020年未完成订单的CAGR达到184%。未完成潜在里程碑收入高达52亿美元，同比增长41.9%。

## ■ 前瞻布局技术平台，产能持续扩张

公司拥有WuXiBody双抗平台、WuXia细胞系平台、WuXiUP连续生产平台、SDArBodY平台等技术，共有59项专利申请。WuXiUP项目40+，13个IND项目，2021年预期申报5个BLA；WuXiBody项目31个，预计1-2个年内获得IND批准。药明海德已签订9款疫苗订单，其中包括新冠疫苗订单约3亿美元。与合全药业成立药明合联WuXi XDC，聚焦一体化生物偶联药物，已有48个全球项目在手，市占率接近20%。目前产能15万升，2024年预计扩张到43万升。

■ 风险提示：研发进展不达预期；项目终止数目增加；全球疫情影响等。

## ■ 投资建议：上调盈利预测及估值，维持“买入”评级

上调及新增盈利预测2021-2023年归母净利润31.4/44.3/62.1亿元（原19.19/27.07亿元），同比增速86/41/40%；摊薄EPS为0.74/1.04/1.47元，当前股价对应PE为138/97/70x。公司作为生物制剂CDMO龙头企业，未来三年CAGR54.4%，按照2023年PE90~100x，上调合理估值至156.7~174.1港元（原104.8~111.8港元），维持“买入”评级。

# 迈瑞医疗-300760-2021年半年报点评：后疫情时代，器械龙头稳定增长

## ■ 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，从中国医械龙头走向全球医械龙头，维持“买入”评级。

# 三生制药(01530.HK)半年报点评： 生物药稳健回升，蔓迪快速增长

## ■ 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。

# 贝瑞基因-000710-2021年半年报点评：Q2收入恢复增长，持续研发创新

## ■ 2021Q2收入恢复增长

■ 2021H1营收7.34亿元（+1.82%），去年同期有新冠检测约6000万，剔除后增长11%；归母净利润0.31亿元（-73.41%），去年同期有投资收益3000万。2021Q1、Q2营收分别3.35亿元（-9.46%）、3.99亿元（+13.72%），Q2收入恢复增长。在出生人口数量持续下降的背景下，NIPT、NIPT Plus检测量有增长；通过代理覆盖更多医院，推广力度加大，检测价格下降。毛利率49.52%（-3.98pp），期间费用率合计38.94%（+5.14pp）。公司NextSeq CN500测序仪覆盖肿瘤、遗传病等领域，收入增长273%，预计本年新增装机约100台，有望后续拉动试剂收入增长，公司逐渐从下游服务向上游仪器和试剂销售模式转变。

## ■ 肿瘤早筛进入专家共识，研发创新持续，三代测序等新产品研发中

■ 参股子公司和瑞基因于2020年8月推出肝癌早筛产品莱思宁，为全球同类研究中规模最大、进展最快、数据最优的，目前已在合作的近20家医院提供检测服务。2021年6月进入首个《中国肝癌早筛策略专家共识》，被纳入肝癌早筛“金字塔”模式，区分肝癌和非肝癌的灵敏度可达95.42%，特异性达97.91%。重复性高，不受筛查对象肝病史、临床病理特征和地域影响，在筛查和诊断极早期/早期肝癌方面的表现优于现有的AFP/DCP。公司经过几年的研发储备，产品管线逐渐丰富，贝比安plus（NIPT Plus）、科诺安（CNV）、全外显子测序（WES）及三代地贫检测等新产品在陆续报证和获批过程中，有望放量。公司和Illumina合作的NovaSeq6000以及PacBio合作的Sequel II三代测序仪已经启动注册申报流程。

■ 风险提示：出生人口下降和价格下滑，政策、研发进展不及预期，产品上市及推广不及预期等。

■ 投资建议：看好长期发展前景，维持“买入”评级

■ 维持盈利预测2021-2023年归母净利润1.0/1.6/2.2亿元，增速-51%/58%/34%，当前股价对应PE 82/52/38x。公司作为基因测序领域的龙头企业，技术优势显著，随着国家优生优育政策拓展出生缺陷筛查范围，利好行业发展，期待各管线新产品推广放量顺利。看好公司长期价值，维持公司合理估值47.21-66.30元，维持“买入”评级。

# 天坛生物半年报点评：业绩符合预期，持续开拓新浆站

## ■ 业绩增长提速，费用率基本持平

天坛生物2021上半年实现营收18.11亿元(+16.5%)，归母净利润3.37亿元(+18.8%)，经营性现金流净额6.29亿元(-9.01%)。Q2单季度营收9.64亿元(+21.0%)，净利润1.85亿元(+22.0%)；环比分别提升13.8%和22.0%，业绩增长提速。公司销售费用率6.7%(-0.2pp)，研发费用率2.5%(-0.5pp)，管理费用率7.5%(+0.8pp)。

## ■ 采浆量恢复性增长，新浆站开拓持续推进

公司上半年采浆874.89吨(+25.48%)，与19H1相比增长9.26%，采浆量在疫情之后稳步提升。公司现有55家在营浆站，数量位居行业第一，且今年在甘肃、河北、江苏等地新设12家浆站。公司新开浆站优势明显，预计将在十四五期间进一步扩大采浆优势。

## ■ 新产品+新产能提升吨浆净利润

公司的研发顺利推进，成都蓉生的重组VIII因子3期临床完成入组，层析法静丙3期临床完成受试者出组，PCC通过GMP现场检查；兰州血制的PCC3期临床完成入组。新建产能方面，永安血制已完成白蛋白、静丙等的工艺验证，云南血制、兰州血制的建设工作有序推进。新产能的释放和新产品的上市有助于公司吨浆净利润的提升。

## ■ 风险提示：采浆不及预期、新品种上市不及预期

## ■ 投资建议：维持“买入”评级

公司完成定增募资且注资成都蓉生，股权占比提升至74%，增厚上市公司的净利润。我们估计公司产能将进一步扩大，匹配采浆量的增长，放大规模化优势。我们维持盈利预测，预计公司2020~22年营收38.07/44.86/56.05亿元，同比增长10.5%/17.8%/24.9%；归母净利润7.49/9.60/12.21亿元，同比增长17.3%/28.1%/27.2%。公司采浆量行业领先，且新开浆站预期高，吨浆净利润有望得到大幅提升，维持“买入”评级。

# 爱尔眼科2021年半年报点评：业绩稳健增长，分级连锁有序推进

## ■ 业绩符合预期，行业高景气度推动公司高速增长

2021年上半年实现营收73.48亿（+76.5%），归母净利润11.16亿（+65.0%），扣非归母净利润12.27亿（+111.9%）。Q2单季归母净利润6.32亿（+5.8%），扣非归母净利润7.18亿（+29.9%），单季净利同比变动受到去年疫情积压需求在Q2释放且各项费用减少的影响。行业维持高景气度，消费升级需求逐步释放，爱尔品牌影响力持续增强。

## ■ 净利率持续提升，销售及管理费用率稳重有升。

2021年上半年销售毛利率为48.7%（+5pp），净利率进一步提升至16.8%。销售费用率9.5%（+1.1pp），主要是由于市场人员薪酬和市场推广活动增加，管理费用率13.5%（-1.7pp）。2021年上半年研发投入1.03亿（+98%），用于临床技术及数字化转型，完善医教研体系。

## ■ 三大主力业务均快速增长，“收购+新建”完善分级连锁网络

2021年上半年公司门诊量479万人次（+81.38%），手术量40.5万例（+71.57%），诊疗量在国内外疫情出现反复情况下仍保持稳健增长。屈光、视光、白内障业务营收分别为28.45亿元（+84.65%）、15.24亿元（+85.20%）和10.73亿元（+71.52%）。公司陆续新设五大眼病专病门诊，推出“愉阅”全视程解决方案，硫酸阿托品滴眼液取得《医疗机构制剂注册批件》，将为青少年及中老年人群提供个性化诊疗。上半年收购武汉爱尔黄陂等数家医院股权，并新设了湖北爱尔等5家医院及19家门诊部或诊所，全国分级连锁网络建设逐步完善。

## ■ 风险提示：新冠疫情影响、并购整合进度不达预期、医疗事故风险等

## ■ 投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级

公司是国内眼科医疗服务领域的龙头公司，通过分级连锁模式迅速扩张，“内生+外延”共同支撑业绩成长。营收净利稳健增长，品牌影响力持续增强，并形成完善的医教研体系和人才培养机制，新十年“二次创业”稳步推进。我们维持盈利预测，2021-2023年净利润23.91/31.33/40.57亿，同比增速38.7%/31.1%/29.5%，当前股价对应PE为106/81/63x，维持“买入”评级。

# 长春高新半年报点评：业绩略超预期，生长激素高增长

## ■ 上半年业绩略超预期

2021年H1长春高新实现营收49.63亿元（+26.7%），归母净利润19.23亿元（+46.8%），经营性净现金流13.05亿元（+60.5%）；Q2单季度营收26.82亿元（+18.9%），归母净利润10.49亿元（+36.7%）。公司毛利率上升至87.9%（+2.8pp），研发费用率上升至7.1%（+2.3pp），销售费用率下降至27.4%（-4.3pp）。

## ■ 金赛药业：业绩快速增长，长期成长动力十足

金赛药业H1实现营收37.88亿元（+49.4%），净利润18.59亿元（+64.6%），业绩持续高速增长。公司是国内唯一拥有三种剂型生长激素的厂商，规格最为齐全；同时，成人适应症的开发为公司打开新的成长空间。公司长期的成长驱动力在于生长激素渠道的拓展和下沉，且中国生长激素存量释放的天花板还远未达到，我们预计金赛药业的业绩仍将持续高增长。

## ■ 百克生物：上半年业绩受疫情影响

百克生物H1实现营收5.82亿元（-1.7%），净利润1.38亿元（-19.2%），上半年全国开展新冠疫苗集中接种，主要品种水痘疫苗的销售受到影响。随着冻干鼻喷疫苗下半年展开接种，预计疫苗业务今年将实现快速增长。

## ■ 风险提示：生长激素销售不及预期，集采政策风险

## ■ 投资建议：维持“买入”评级

长春高新是生长激素优质赛道中的龙头公司，行业壁垒高，且公司具有品牌和渠道优势，长期成长驱动力并未发生改变。公司通过内生和外延扩充研发管线，在各个疾病领域储备新产品。我们维持盈利预测，预计21~23年净利润41.1/51.5/62.0亿元，同比增长35%/25%/20%，对应当前股价的估值为30/24/20x。生长激素市场空间巨大且消费属性强，成长动力十足，流感疫苗也将带来业绩增量，维持“买入”评级。

# 华大基因-300676-2021年半年报点评-新冠检测持续，加大研发创新

## ■ 业绩下滑，由于去年同期高基数，现金充裕

2021H1实现营收36.46亿元（-11.24%），归母净利润10.86亿元（-34.24%），扣非归母净利润10.83元（-35.83%）。主要是去年同期新冠病毒检测带来时候收入暴增。2021H1销售毛利率61.08%（-4.27pp），下滑主要是去年同期新冠试剂盒所在的精准医疗版块收入占比高。期间费用率合计27.09%（+10.81pp），主要是2020H1收入高基数导致费用率低。货币资金63亿，十分充裕。分版块来看，出生健康、肿瘤防控等业务恢复增长，我们估算新冠相关服务仍贡献20亿左右收入。

## ■ 试剂海外获批，借助新冠打开IVD全球化之路

截至2021H1，公司获得国内医疗器械注册或备案证共计154项，境外医疗器械资质68项，其中欧盟CE IVD资质46项。新型冠状病毒检测试剂盒已获37项境外医疗器械资质，包含欧盟、美国、日本、澳大利亚、新加坡、加拿大和巴西等16个国家和地区。上半年新增境外医疗器械资质29项，覆盖生育、肿瘤和感染业务，主要包括地中海贫血基因检测试剂盒（联合探针锚定聚合测序法）、镰刀型细胞贫血症基因检测试剂盒（PCR-荧光探针法）、BRCA基因分析注释软件、肠癌辅助诊断试剂盒以及新冠病毒检测系列产品，助力生育、肿瘤、感染业务全球拓展。海外抗疫中，累计90+“火眼”实验室一体化综合解决方案已在沙特、文莱、塞尔维亚、菲律宾、哈萨克斯坦等30多个国家和地区落地，公司与沙特签订总价为2.65亿美元的订单延期继续执行并在2021H1追加1.38亿美元合同。公司在埃塞俄比亚设立的IVD工厂2020年已经投产，在沙特的IVD工厂正在筹建中，将进一步扩大公司在中东地区业务范围，为长期本地化发展奠定基础。

■ 风险提示：新冠疫情发展及海外扩张不确定性，产品研发上市风险等。

## ■ 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

上调盈利预测2021-2023年归母净利润17.8/14.6/12.8亿元（原15.6/9.9亿元），增速-15/-19%/-12%，当前股价对应PE为22/27/31x。公司作为基因测序龙头公司，加大研发创新，借助新冠打开IVD全球化之路，维持前期合理估值139-168元，维持“买入”评级。

# 迪安诊断-300244-2021年半年报点评：实验室利润率提升，持续研发创新

## ■ 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。

# 凯普生物-300639-2021年半年报点评：业绩超预期，新冠检测持续

## ■ 受益新冠检测，业绩高速增长，超出预期

2021H1营收12.99亿元（+156.88%），归母净利润3.91亿元（+203.15%），扣非归母净利润3.82亿元（+205.94%），业绩高速增长，超过业绩预告上限，主要由于新冠核酸检测业务。Q1、Q2归母净利润及增速分别为1.72亿元（+771%）、2.19亿元（+100.5%）。

## ■ 常规业务恢复增长，实验室检测服务高速增长

去年同期因疫情常规业务收入低基数，目前已恢复，HPV产品同比增长46.56%；STD产品同比增长88.26%；耳聋和地贫检测产品同比增长11.99%；自产仪器耗材同比增长434.98%。医学检验服务2020H1实现收入8.53亿元（+251.98%），毛利率61.25%（-13.67pp），公司旗下医学实验室积极参与辽宁、黑龙江、云南、广东、香港等地新冠核酸筛查，上半年完成新冠检测超1500万人次。公司已有22家（含香港）第三方医学实验室执业，另有9家以上正在规划和建设。预计今年内将有30多家运营，加大全国覆盖，并布局司法鉴定业务。

## ■ 毛利率下滑，费用率下降，研发投入加大

2020H1销售毛利率65.75%（-10.89pp）下滑，由于实验室检测业务规模迅速增长，其毛利率61.25%低于分子诊断产品毛利率74.39%。销售费用率13.41%（-11.10pp），管理费用率8.59%（-2.56pp）由于规模效应均降低。财务费用率0.14%（+0.01pp），研发费用率3.88%（-1.24pp），新增研发立项30余项，围绕妇幼健康领域为开发主线。期间费用率合计26.04%（-14.88pp），大幅下降。

■ 风险提示：新冠检测大幅下滑风险，技术研发风险，新产品推广风险、市场竞争风险等。

## ■ 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

预计HPV、耳聋、地贫等借助妇幼医院、耳聋中心、地贫筛查项目以及重点医院学术合作，恢复快速增长，第三方检验服务继续高速增长，新冠核酸检测持续贡献收入，上调21-23年盈利预测，预计2021-2023年归母净利润7.64/6.14/6.29亿元（原4.37/5.24/6.58亿元），增速111%/-20%/2%，当前股价对应PE为12/15/15X，维持合理估值44.60-55.75元，维持“买入”评级。

# 威高股份2021年半年报点评：业绩符合预期，“平台化、国际化、数字化”三大战略稳步推进

## ■ 2021年上半年收入稳健增长，业绩符合预期

2021年上半年实现营收62.30亿元（+19.4%），经重列前同比增长22.4%，归母净利润12.09亿元（+21.4%），经重列前同比增长24.6%，业绩符合预期，重列主要是由于收购血液辐照仪生产商Rad Source。

## ■ 各业务线稳步推进，研发投入显著加大

随着医院诊疗服务恢复，一次性输注耗材用量增加，防疫相关产品如接种疫苗使用的小规格注射器翻倍增长，临床护理板块实现收入21.05亿（+13.1%）。血液管理板块完成并表Rad Source，实现营收4.50亿（经重列后+20.2%），其余板块营收体量尚小，但均实现高速增长。预灌封注射器受益于长期行业成长红利和短期新冠疫苗配套需求带动整体药包板块稳健增长。骨科实现收入10.84亿（+30.6%），净利润约3.69亿（+37.9%），业绩表现优于同业。介入业务实现营收8.65亿（+10.5%），分部税前溢利为7355万，税前溢利率进一步提升。上半年研发费用为2.06亿（+40.3%），未来几年研发投入将不断加大。

## ■ 毛净利率回升，经营性现金流优质

2021H1毛利率回升至58.8%，产品结构不断优化。销售费用率22.0%（-0.9pp），管理费用率8.9%（+0.3pp），财务费用率1.1%，融资压力进一步减轻，净利率提升至19.4%。经营性现金流净额为13.67亿元（+28.1%），归母净利润现金含量超过113%，继续保持优质状态。

■ 风险提示：带量采购产品降价风险、预灌封注射器产能和订单量增长不及预期、海外新冠疫情扩散对于爱琅医疗业绩产生负面影响

■ 投资建议：略下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑骨科集采风险，略下调盈利预测，预计2021-23年归母净利润24.59/29.55/35.31亿元（原为25.20/30.87/36.86），同比增速21.1/20.2/19.5%，当前股价对应PE=20/17/14x。预灌封包装抓住国内生物制品发展机遇，未来五年产能快速释放；骨科业务已为国产第一，集采推动进口替代和临床渗透率提升；介入业务通过收购爱琅实现品类渠道互补。看好威高股份的成长性和龙头地位，维持“买入”评级。

# 国信证券医药行业近期研究报告一览（寒青）

报告日期	报告标题	报告栏目	报告类型
2021-07-26	如何看待疫情给国产制药装备行业带来的发展契机？	行业研究	行业快评
2021-07-19	医药行业一周观察：医疗服务赛道长坡厚雪，AI医疗开启商业化元年	行业研究	行业周报
2021-07-16	药明康德-603259-深度报告：与创新者同行，伴新药共成长	公司研究	深度报告
2021-07-12	医药行业一周观察：板块大幅调整，如何看待创新药和CXO的未来	行业研究	行业周报
2021-07-05	国信证券-医药生物2021年7月策略：药械集采常态化，关注中报景气度	行业研究	行业投资策略
2021-07-05	医药行业一周观察：中药有望迎来政策景气周期，关注细胞基因治疗CXO机遇	行业研究	行业周报
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

## 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。

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