

2021年06月07日

【医药生物行业 2021 H2策略】

前小：深挖稀缺性中小市值隐形冠军  
后大：布局高增速政策免疫核心资产



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

张金洋 分析师  
胡倩碧 分析师  
杨春雨 分析师  
殷一凡 分析师

执业证书编号：S0680519010001  
执业证书编号：S0680519010003  
执业证书编号：S0680520080004  
执业证书编号：S0680520080007

缪牧一 分析师 执业证书编号：S0680519010004  
祁瑞 分析师 执业证书编号：S0680519060003  
应沁心 研究助理  
杨芳 研究助理

## 核心结论

## 一、回首2021H1，医药如何走过？

总体上来看，2021H1医药行业一波三折，震荡回落后强力反弹，在全行业中排名第七。疫情反复下的预期变化成为医药行情的主导因素。

从新兴4+X细分领域走势来看，健康消费（医美+眼科+品牌中药）及科技创新（创新疫苗+CXO）表现强势，不同于20年拔估值式的上涨，本轮上涨具备一定业绩支撑；从传统细分领域来看，子行业分化严重，医疗服务（淘汰赛剩者为王）&化学原料药（CDMO高景气+原料药顺周期）&中药（政策支持+业务边际改善）表现突出，化学制剂与医药商业明显跑输行业；最后，落实到个股上来看，总结2020年医药涨幅TOP30标的，医美成为最大亮点，眼科、疫情相关、CXO、器械、中药多点开花，中小市值个股表现亮眼（2015年以来比较独特的一年）。

## 二、推演十年维度，医药行业在经历怎样的重大变化？

医药行业不断向多元化演变，同时核心资产集中度明显提高，产业、政策、资本变化共同影响医药走势。

- **产业变化：**“需求端可选和刚需共振、供给端向真创新转型及进口替代”三大变化促使医药产业持续结构升级，新兴细分持续扩容。
- **政策变化：**（淘汰赛）大政方针已定，供给侧改革+支付端变革引导的产业“淘汰赛”持续演绎，政策免疫作为避风港更加稀缺。
- **资本变化：**（钱多）资本市场国际化外资持续增配中国是未来大趋势，居民资产权益化配置也是大趋势，医药板块被结构性持续强化配置，未来医药市值占比仍具提升空间，医药大幅超配有望成为常态，其中优质医药资产的配置力度有望持续得到强化。

### 三、展望2021H2，医药如何配置？

**2021H2医药行业大势判断：我们认为医药行业的确定性比较优势依然存在。**基于对于宏观流动性的判断，我们认为医药板块依然是存在确定性比较优势的：一方面是宏观流动性收紧体现到经济上之后，年初以来表现最好的周期股面临的宏观风险相对较大，行业配置间具备跷跷板效应；另一方面则是人口结构逐步进入老龄化的状态下，医药内需且刚需的属性具备最为确定的成长属性。**细分领域趋势判断：政策免疫依然是挑选细分领域的必要条件。**在2015年药监局开启供给侧改革及2018年医保局开启支付端变革的背景下，政策相对免疫的赛道才具备相对较长的投资逻辑以及更好的估值弹性。由于当前的宏观流动性仍然处于继续宽松的状态，且目前核心资产在反弹后估值再创新高或处于估值高位，我们建议加大对拥有长逻辑的政策免疫主线赛道二三线标的的配置力度，继续寻找处于底部且发生了一定逻辑变化的标的，同时高度重视新股。在宏观流动性边际收紧后，我们更加看好业绩增速高的核心资产，能够更快消化当前的高估值。

2021H2布局上建议“前小后大”，前期深挖具备稀缺属性的中小市值冠军，后期布局高增速政策免疫核心资产。具体如下：

- “前小”：（1）CXO：博腾股份、九洲药业；（2）服务：国际医学；（3）疫苗产业链：东富龙；（4）品牌中药：同仁堂、太极集团；（5）眼科：兴齐眼药、昊海生科；（6）创新单品：前沿生物、南新制药（7）注射剂国际化：健友股份、普利制药。
- “后大”：（1）疫苗：智飞生物、康希诺；（2）CXO：康龙化成、凯莱英、药明康德、泰格医药；（3）服务：爱尔眼科、通策医疗；（4）药械：迈瑞医疗、恒瑞医药（5）消费：长春高新。
- 其他长期跟踪看好标的：康泰生物、万泰生物、英科医疗、金域医学、安图生物、诺禾致源、君实生物、科伦药业、康华生物、药石科技、丽珠集团、贝达药业、信立泰、东诚药业、中国生物制药、片仔癀，云南白药，安科生物，我武生物、艾德生物、信邦制药、益丰药房、老百姓、投资界、大数据、亨德医疗、昭衍新药、健康元、博瑞医药、司太立等。

风险提示: 1) 控费政策持续超预期 2) 行业增速不及预期。

- 一、回首2020 H1，医药如何走过？
- 二、推演十年维度，医药行业在经历怎样的重大变化？
- 三、展望2021 H2，医药如何配置？
  - 前小：深挖稀缺性中小市值隐形冠军
  - 后大：布局高增速政策免疫核心资产



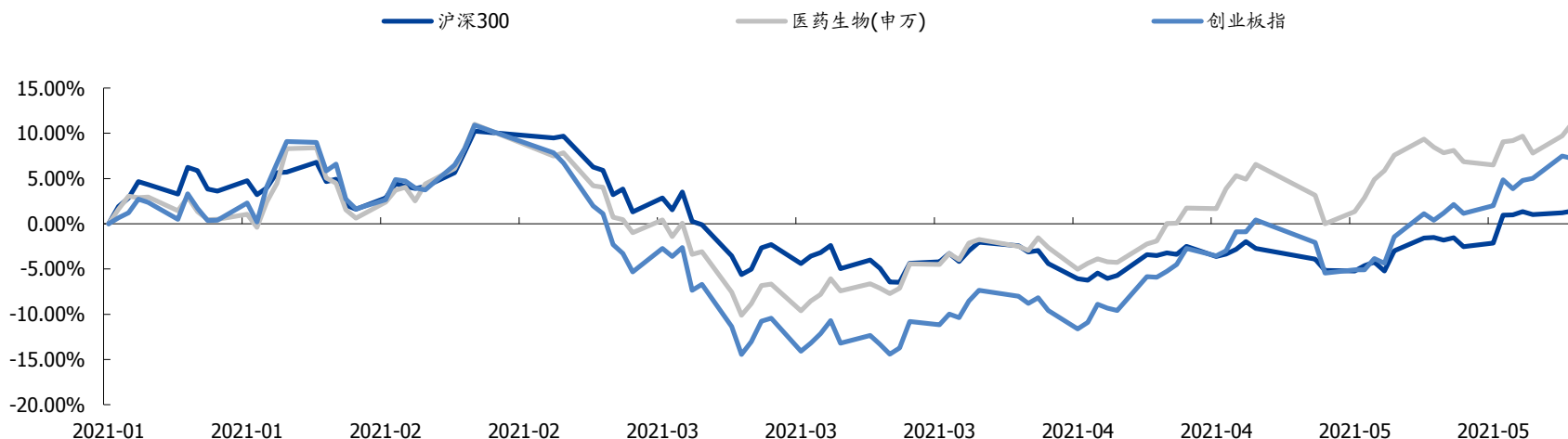
# 回首2021H1：医药板块一波三折，后劲十足

## 1、医药板块走势

2021H1医药行业一波三折，震荡回落后强力反弹；年初以来（截止2021年6月1日），申万医药指数涨幅为11.14%，跑赢沪深300指数9.74个百分点，跑赢创业板综指 3.93个百分点，在全行业中排名第七。疫情反复下的预期变化成为医药行情的主导因素。

- 1月：整体以震荡为主，全月医药、沪深300、创业板指数走势趋于一致。
- 2月：春节行情，节前指数高度一致，持续向上，节后开始分化回调，医药小幅跑赢创业板，跑输沪深300。
- 3月：市场整体出现回调，抱团明显松动；调整后医药表现出优势，明显跑赢创业板，逐步超越沪深300。
- 4月：全球疫情风险再次引发担忧，医药行业比较优势显现，明显跑赢创业板和沪深300。
- 5月：1季报行情后医药出现短暂回调，随后医美、疫苗产业（疫苗、药机、包材、合作等）、新股、康复养老概念、中药、三胎概念等热点不断，赚钱效应明显。

图表1：申万医药生物、沪深300、创业板整体涨跌幅（2021.1.1至2021.6.1）

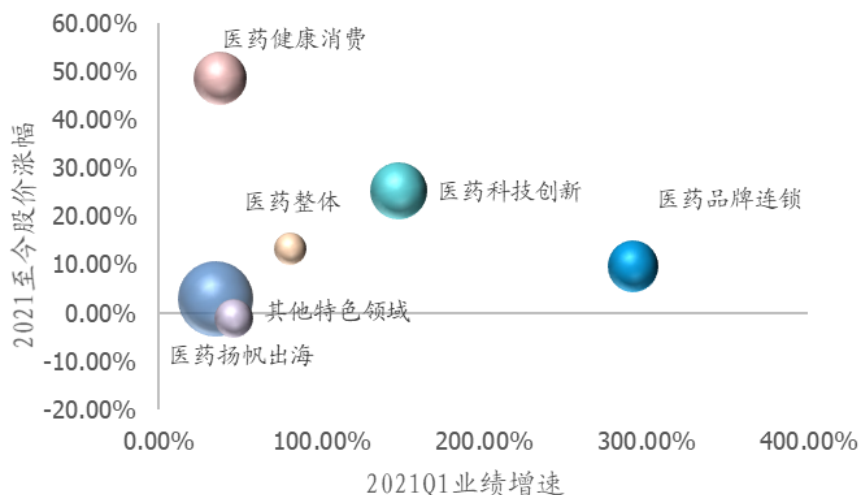


# 回首2021H1：新兴细分领域分类下，多点开花，“健康消费和科技创新” 主线领涨

## 2、新兴4+X细分领域走势

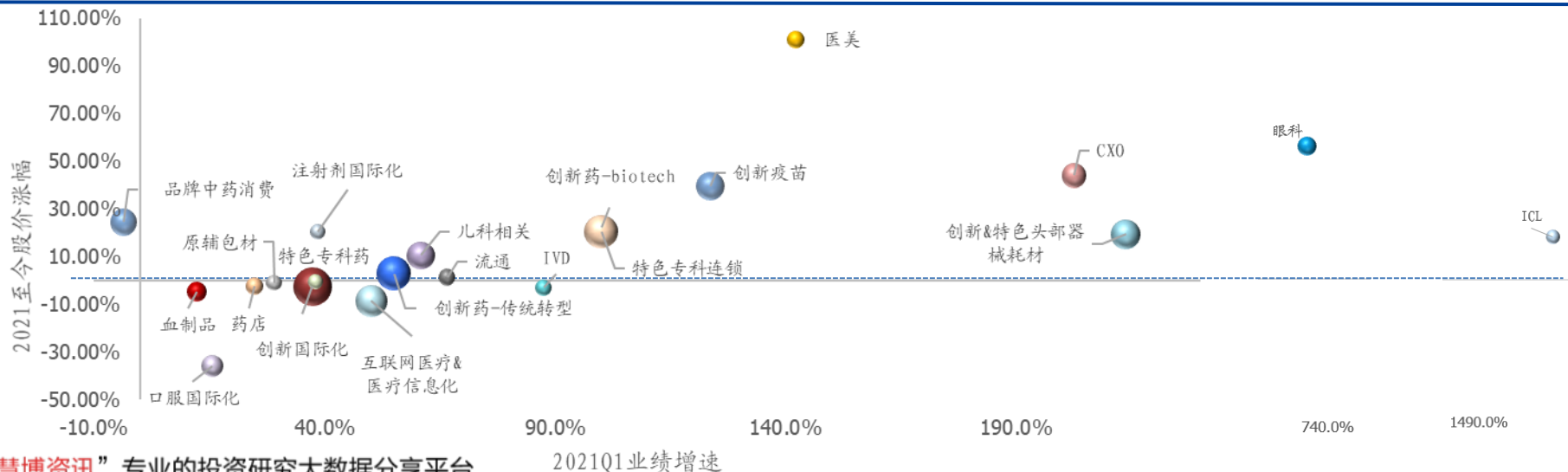
- 医药健康消费和医药科技创新明显跑赢，业绩和估值共同推动上涨：2021H1，新兴分类下细分领域多点开花，我们重点看好的4+X五大长期主线中健康消费（医美+眼科+品牌中药）及科技创新（创新疫苗+CXO）表现强势，不同于20年拔估值式的上涨，本轮上涨具备一定业绩支撑。
- 细分领域表现高度分化，股价走势与业绩并非完全相关：医美（+101%）、眼科（+52%）、CXO（+44%）、创新疫苗（+40%）股价涨幅居前；口服国际化（-36%）、互联网医疗&医疗信息化（-9%）、血制品（-5%）涨幅靠后。涨幅居前领域绝大部分有业绩高增长支撑，但部分业绩快速增长领域出现下跌，一方面是疫情扰动下20年股价已有提前反映，另一方面，在国内外政策局势变革期，受政策扰动相对小、符合产业发展方向、并有长期逻辑支撑的领域更受投资者青睐。

图表2：2021年“4+X”五大方向分化图（2021.1.1至2021.6.2）



资料来源：Wind，国盛证券研究所（气泡大小为成分股年初平均市值）

图表3：2021年医药特色细分领域分化图（2021.1.1至2021.6.2）



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind，国盛证券研究所（气泡大小为成分股年初平均市值，biotech和特色专科连锁业绩为扭亏）

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

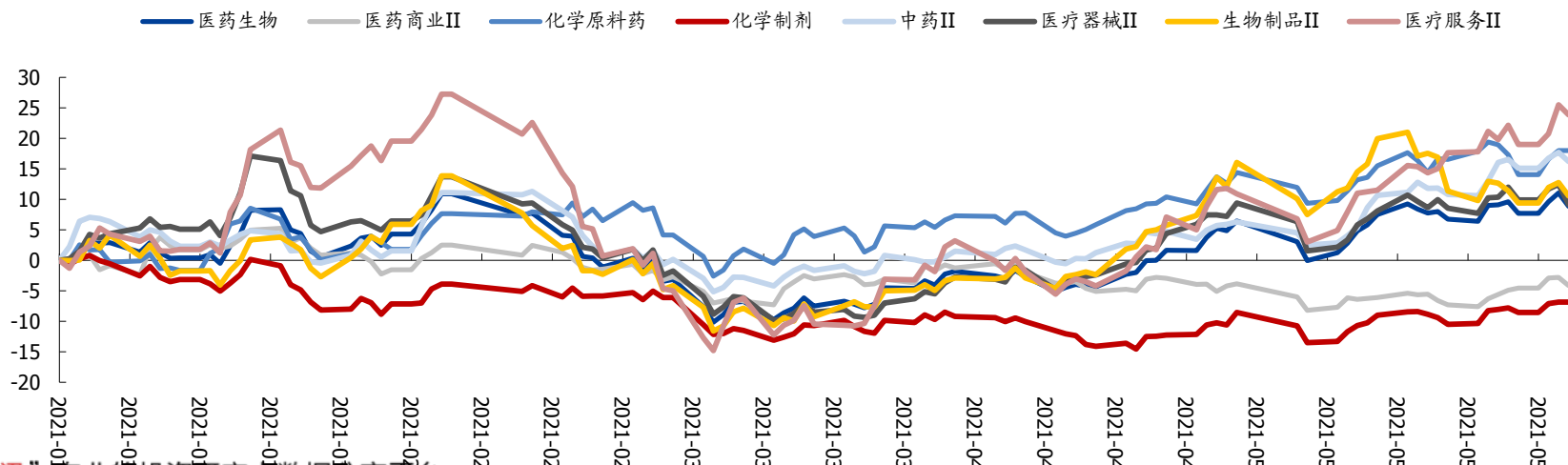
# 回首2021H1：传统细分分类看，医疗服务&原料药&中药表现亮眼

## 3、传统细分领域走势

整体稳健上涨(+11.1%)，子行业分化严重，医疗服务（淘汰赛剩者为王）&化学原料药（CDMO高景气+原料药顺周期）&中药（政策支持+业务边际改善）表现突出，化学制剂与医药商业明显跑输行业

- 医疗服务：+23.9%；政策免疫的专科连锁、CXO剩者为王；CXO业绩高成长确定性持续性强、专科连锁疫情后快速恢复。
- 化学原料药：+18.0%；特色原料药供给侧改革、下游制剂端集采后格局变化、受疫情、环保等多重因素下，形成板块性上涨。
- 中药：+16.2%；疫情成为发展契机，国家持续政策支持叠加龙头企业恢复活力、低估值性价比凸显，近几年罕见涨幅居前。
- 生物制品：+10.6%；疫苗概念股热度分化严重、地方集采预期下生长激素、血制品承压。
- 医疗器械：+9.1%；疫情概念股两极分化、部分企业业务超预期带动上涨；医美、眼科、IVD等优质个股表现突出。
- 化学制剂：-6.9%；大龙头因业绩增速压力出现回调，部分创新药企业因突发事件出现大幅下跌。医美个股表现突出。
- 医药商业：-4.2%；药店在医药电商冲击下表现乏力；大部分流通企业生存环境出现边际恶化，缺乏关注度。

图表4：2021年医药各子行业涨跌幅（单位：%）（2021.1.1至2021.6.2）



# 回首2021H1：医药涨幅榜前30看，医美等多点开花，优质中小市值受青睐

## 4、个股角度，涨幅Top 30个股走势

➤ **医美成为最大亮点。**30家公司中，与医美相关的公司达1/3，且新兴医美标的、二线医美标的涨幅高于医美龙头。

➤ **眼科、疫情相关、CXO、器械、中药多点开花。**相比20年疫情相关标的唱独角戏，21H1涨幅前30更加分散在不同子领域。优质赛道依然是涨幅居前个股的主要出处，不同的是核心资产占比非常低，二线优质标的表现更加突出。

➤ **中小市值公司表现亮眼。**涨幅前30中没有期初市值超过1000亿的企业，超过500亿的也仅有爱美客、华熙生物、沃森生物3家，平均市值仅185亿，其中100亿以下17家。中小市值表现更为亮眼，核心原因是受流动性相对充沛、且核心资产经历连续3年拔估值

图5：A股医药板块涨幅前30标的情况（2021.1.1-2021.6.1）

公司代码	公司名称	传统领域	涨跌幅	期初市值/亿元	相关逻辑
688068.SH	热景生物	医疗器械III	318%	24	疫情催化新冠检测产品需求旺盛
002900.SZ	哈三联	化学制剂	228%	29	医美概念股
688202.SH	美迪西	医疗服务III	168%	97	CXO优质标的
605369.SH	拱东医疗	医疗器械III	135%	46	优质IVD耗材标的
688198.SH	佰仁医疗	医疗器械III	133%	75	优质植介入器械标的
300171.SZ	东富龙	其它专用机械	128%	101	疫苗产业链
688356.SH	键凯科技	化学原料药	109%	66	国内稀缺的医用PEG材料龙头
688366.SH	昊海生科	医疗器械III	97%	160	医美+眼科优质标的
000650.SZ	仁和药业	中药III	92%	85	医美概念股
002219.SZ	*ST恒康	医疗服务III	88%	33	民营医院概念+破产重组
000150.SZ	宜华健康	医疗服务III	87%	26	医美概念股
603987.SH	康德莱	医疗器械III	86%	69	疫苗产业链+医美概念
003020.SZ	立方制药	化学制剂	85%	32	眼科概念股
300363.SZ	博腾股份	化学原料药	82%	198	CXO优质标的
000963.SZ	华东医药	化学制剂	81%	465	医美龙头
688050.SH	爱博医疗	医疗器械III	76%	182	眼科优质标的
300142.SZ	沃森生物	生物制品III	75%	595	新冠疫苗
300358.SZ	楚天科技	医疗器械III	72%	58	疫苗产业链
600976.SH	健民集团	中药III	71%	39	业绩高增长中药标的
300896.SZ	爱美客	医疗器械III	71%	787	医美龙头
603567.SH	珍宝岛	中药III	71%	95	中药概念股
000504.SZ	南华生物	生物制品III	71%	38	ST摘帽，布局干细胞领域
600085.SH	同仁堂	中药III	69%	328	业绩和管理改善的中药龙头
300595.SZ	欧普康视	医疗器械III	68%	497	眼科优质标的
002435.SZ	长江健康	化学制剂	68%	52	医美概念股
300573.SZ	兴齐眼药	化学制剂	66%	78	眼科优质标的
603127.SH	昭衍新药	医疗服务III	65%	235	CXO优质标的
002198.SZ	嘉应制药	中药III	63%	23	中药概念股
000516.SZ	国际医学	医疗服务III	63%	248	医疗服务龙头
688363.SH	华熙生物	生物制品III	63%	703	医美龙头

资料来源：Wind，国盛证券研究所

- 一、回首2020，医药如何走过？
- 二、推演十年维度，医药行业在经历怎样的重大变化？
- 三、展望2021 H2，医药如何配置？
  - 前小：深挖稀缺性中小市值隐形冠军
  - 后大：布局高增速政策免疫核心资产

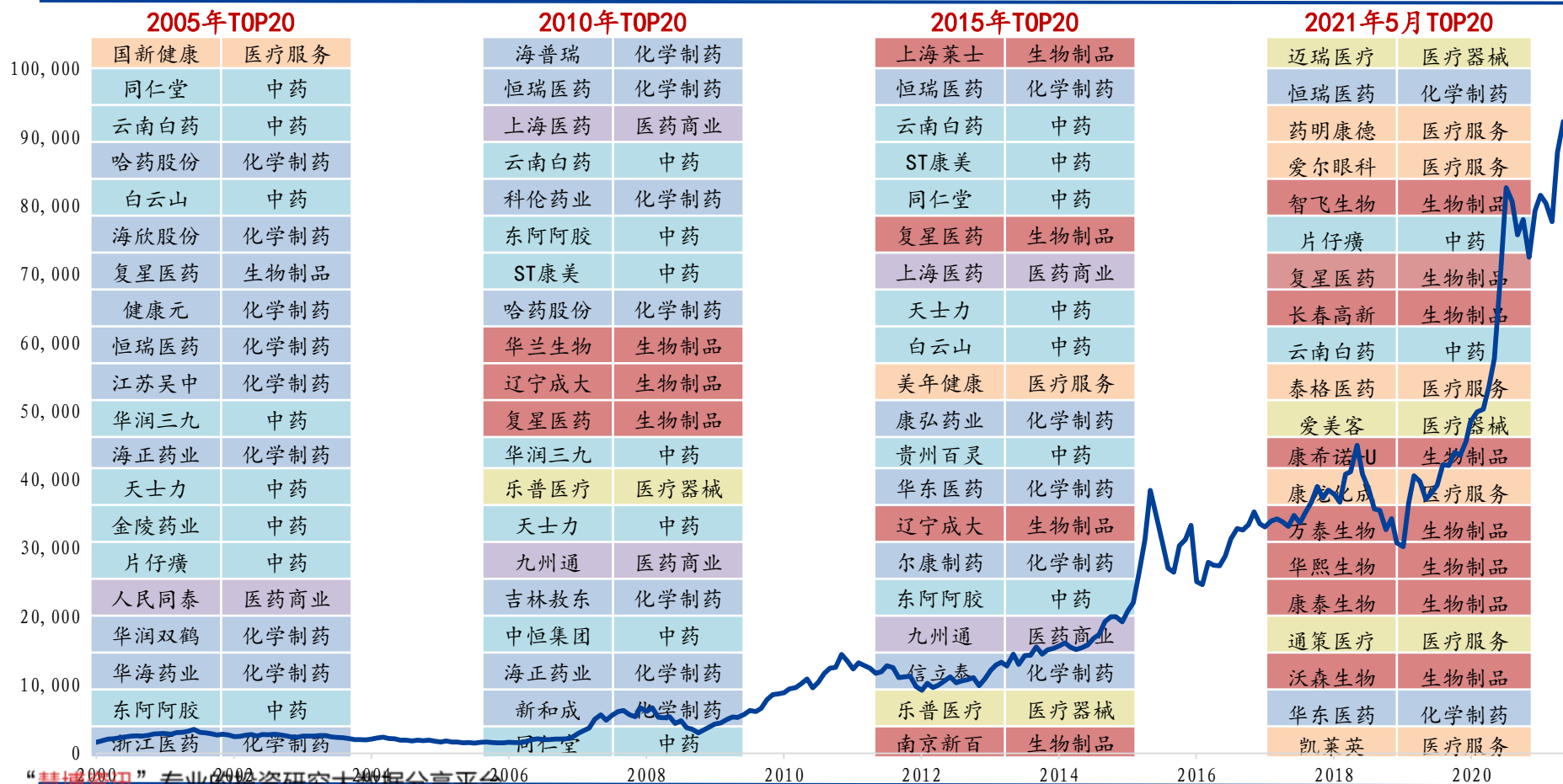


# 回首&推演，20年医药行业经历了怎样的市值变迁？A股“真百花齐放&龙头”时代已来

从上市公司角度看，行业已经从2014-2015年“假百花齐放”走到了2021年的“真百花齐放&龙头”时代

- 2005-2010年，医药产业享受医保扩容红利，制药企业成为市场主导。
- 2010-2015年，医药行业野蛮扩张的尾声阶段，医疗服务、器械等方向逐渐开始快速发展。
- 2015-2021年，医药板块结构性分化，非药标的百花齐放，截至2021年5月，医药市值前20位非药已超半壁江山，其中新晋4大CXO品牌，生物制品占据8家，此外，排名前五中三个为非药。

图表6: A股医药市值变迁，生物医药总市值（亿元）



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

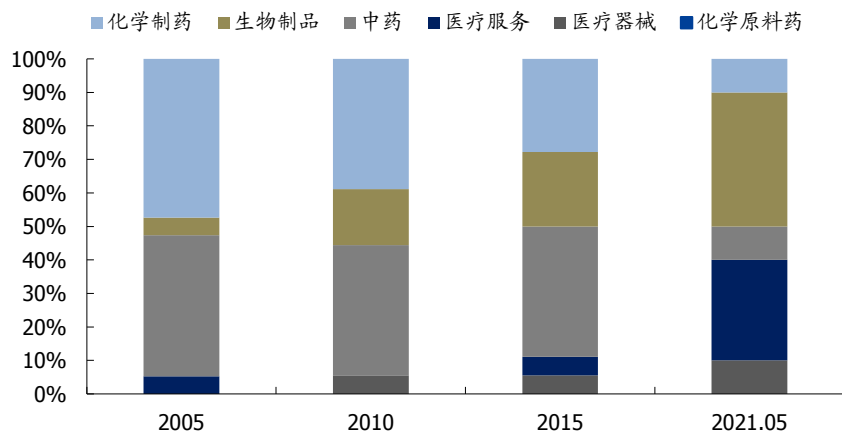
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 回首&推演，20年医药行业经历了怎样的市值变迁？A股“真百花齐放&龙头”时代已来

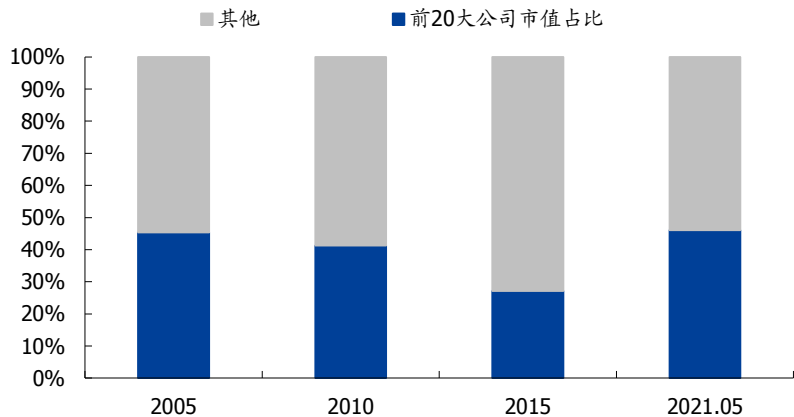
- 头部20家企业来看，药品板块市值占比压缩，非药板块市值占比快速崛起。非药板块和药品板块占比已平分秋色！
- 头部20家企业来看，头部市值占比快速提升，Top 20市值占比已经达到46%。Top 10龙头利润占比低于市值占比，按照龙头溢价理论，龙头公司估值扩张明显！

图表7：A股前20大医药公司所属细分领域的市值占比



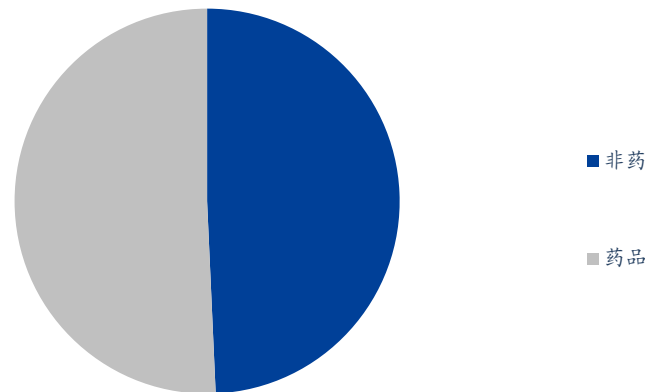
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表9：A股医药板块前20大企业市值占比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：2021年5月A股前20大医药公司中非药和制药公司市值比例（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表10：过去20年龙头药企市值变化及利润情况（2021.05.31）

名称	总市值 (亿元)	市值占比	归母净利润TTM (2021Q1, 亿元)	净利润占比
迈瑞医疗	5784	6.4%	70.6	4.3%
恒瑞医药	4403	4.9%	65.1	4.0%
药明康德	4273	4.7%	41.6	2.5%
爱尔眼科	3524	3.9%	21.3	1.3%
智飞生物	2880	3.2%	37.2	2.3%
片仔癀	2424	2.7%	17.7	1.1%
复星医药	1666	1.8%	39.3	2.4%
长春高新	1748	1.9%	33.8	2.1%
云南白药	1597	1.8%	50.0	3.0%
泰格医药	1554	1.7%	19.5	1.2%
TOP10总体	29853	33%	396	24%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

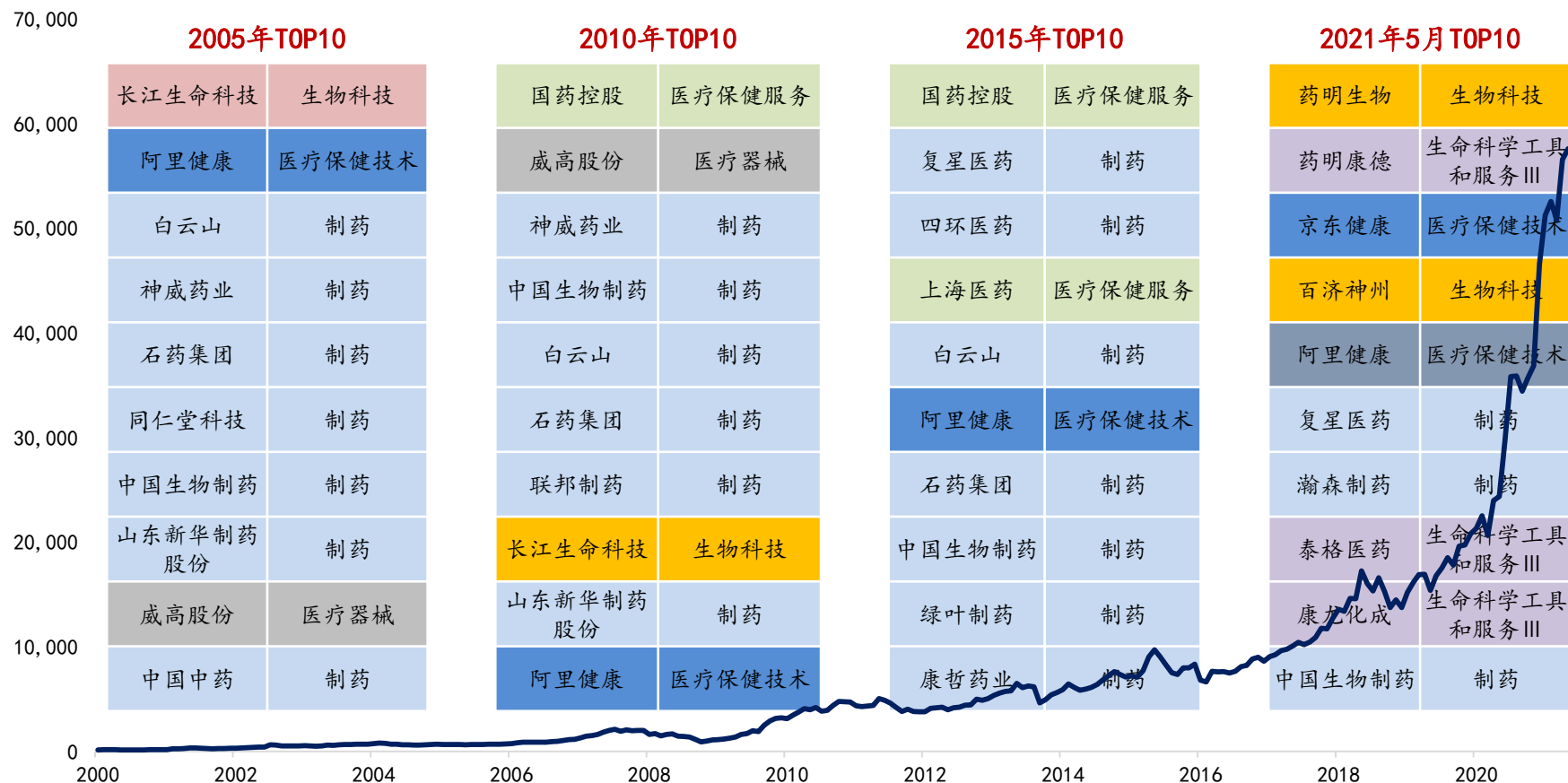
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 回首&推演，20年医药行业经历了怎样的市值变迁？港股互联网医疗+科技创新霸榜

## 新生态互联网医疗、制药科技创新已经霸榜港股市值前十

- 2005-2015年，港股龙头（市值排名前10，如下图）以制药企业为主，其中包括石药、中国生物制药等BigPharma常年上榜。
- 2015-2021年5月，港股医药同样经历了结构性分化，医药商业慢慢退出十强，代表新生态的互联网医疗巨头阿里健康和京东健康进入十强，CXO公司业因为近年来的快速发展占据4席，剩下虽然还是制药业务为主，但是我们可以欣喜的看到，几乎都是具备系统性创新能力的Big Pharm。

图表11：港股医药过去20年市值变迁



# 回首&推演，5年涨幅最好的20个A股医药股来自哪些细分领域？

- 按照传统细分领域分类法，医疗服务8家、医疗器械6家、生物制品3家、化学制药2家、中药1家。
- 按照新兴细分领域分类法，医药科技创新（CXO 5家、创新疫苗3家、创新&特色头部器械耗材2家）；医药品牌连锁（特色专科连锁2家）；医药健康消费（眼科2家、品牌中药消费1家、儿科相关1家）；医药扬帆出海（注射剂国际化1家）；医药X（IVD 3家）

图表12：2015-2020年5月A股医药涨跌幅排行前20企业

代码	名称	涨跌幅	市值 (亿元)	3年净利润 CAGR	申万所属行业	公司主营业务	国盛4+X
300601.SZ	康泰生物	5588%	1224	47%	生物制品	人用疫苗的研发、生产和销售	创新疫苗
300595.SZ	欧普康视	3555%	861	42%	医疗器械	眼科及视光医疗器械（产品）与医疗服务	眼科
603127.SH	昭衍新药	2521%	441	60%	医疗服务	药物全生命周期的安全性评价和监测服务	CXO
603392.SH	万泰生物	2424%	1378	65%	医疗器械	体外诊断试剂以及人用疫苗的研发、生产和销售	创新疫苗
300725.SZ	药石科技	2179%	291	40%	医疗服务	创新型化学产品和服务（药物分子砌块的设计、合成和销售等）	CXO
300573.SZ	兴齐眼药	2143%	134	31%	化学制药	眼科药物研发、生产、销售	眼科
300122.SZ	智飞生物	1908%	3123	97%	生物制品	人用疫苗的研发、生产和销售	创新疫苗
300015.SZ	爱尔眼科	1689%	3456	32%	医疗服务	眼科疾病的诊断、治疗及医学验光配镜等眼科医疗服务	眼科、特色专科连锁
300347.SZ	泰格医药	1672%	1474	80%	医疗服务	综合生物制药研发服务（临床合同研究）	CXO
002821.SZ	凯莱英	1622%	905	28%	医疗服务	高效和高质量的研发与生产服务，助推创新药的临床研究与商业化	CXO
600436.SH	片仔癀	1590%	2316	27%	中药	高效和高质量的研发与生产服务，助推创新药的临床研究与商业化	品牌中药消费
300759.SZ	康龙化成	1542%	1395	72%	医疗服务	药物研究、开发与生产及临床CRO+CMO全流程一体化服务	CXO
603882.SH	金域医学	1430%	701	100%	医疗服务	向各类医疗机构提供医学检验及病理诊断外包服务	IVD
300677.SZ	英科医疗	1406%	515	264%	医疗器械	医疗护理产品供应（医疗防护、康复护理、保健理疗、检查耗材）	创新&特色头部器械耗材
300482.SZ	万孚生物	1400%	320	44%	医疗器械	快速诊断试剂及配套仪器的研发、制造、营销及服务	IVD
600763.SH	通策医疗	1372%	1125	32%	医疗服务	投资管理、医疗器材的经营、进出口业务、口腔医疗服务	特色专科连锁
300685.SZ	艾德生物	1133%	200	24%	医疗器械	肿瘤精准医疗分子诊断产品的研发、并提供相关的检测服务	IVD
300630.SZ	普利制药	1050%	239	61%	化学制药	药物研发、生产和销售	注射剂国际化
000661.SZ	长春高新	1016%	1662	66%	生物制品	生物制药、中成药生产及销售、房地产开发	儿科相关
300529.SZ	健帆生物	997%	695	45%	医疗器械	血液灌流相关产品的研发、生产与销售	创新&特色头部器械耗材

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind，国盛证券研究所（数据更新至2021.06.01）

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



# 回首&推演，5年涨幅最好的港股医药股来自哪些细分领域？

► 按照新兴细分领域分类法，医药科技创新（创新药-传统转型5家、创新&特色头部器械耗材4家、CXO 4家、创新药-Biotech 4家）；医药品牌连锁（特色专科连锁1家）；创新疫苗1家；医药X（互联网医疗&医疗信息化 1家）

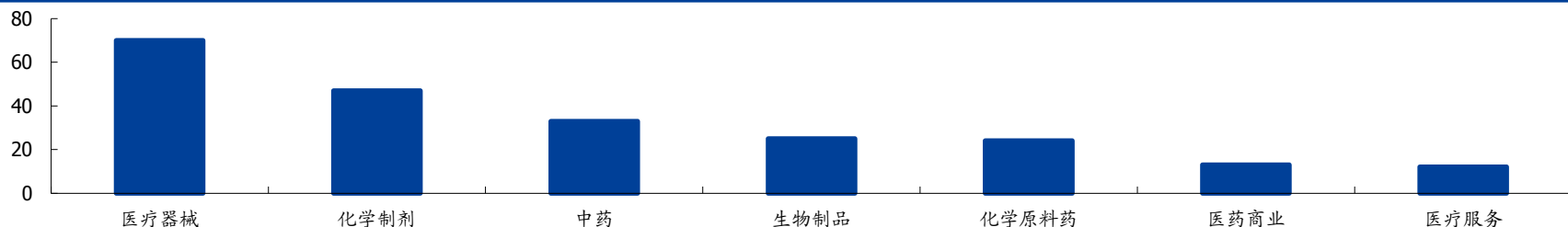
图表13: 2015-2021年5月港股医药涨跌幅排行前20企业

证券代码	企业	涨跌幅	市值(亿元)	细分领域	3年净利润CAGR	国盛4X
1548. HK	金斯瑞生物科技	2215%	631	生命科学工具和服务	-	创新药-biotech
0853. HK	微创医疗	1910%	1165	医疗保健设备与用品	-317%	创新&特色头部器械耗材
2269. HK	药明生物	1188%	5031	生物科技III	88%	CXO
6185. HK	康希诺生物-B	889%	1188	制药	-	创新疫苗
2359. HK	药明康德	482%	5160	生命科学工具和服务	34%	CXO
1801. HK	信达生物	467%	1311	制药	-	创新药-biotech
0512. HK	远大医药	448%	284	制药	57%	创新药-传统转型
1789. HK	爱康医疗	439%	148	医疗保健设备	44%	创新&特色头部器械耗材
3759. HK	康龙化成	341%	1703	生命科学工具和服务	72%	CXO
1177. HK	中国生物制药	341%	1641	制药	8%	创新药-传统转型
1302. HK	先健科技	310%	230	医疗保健设备与用品	10%	创新&特色头部器械耗材
0241. HK	阿里健康	278%	2641	医疗保健技术III	74%	互联网医疗&医疗信息化
1093. HK	石药集团	272%	1463	制药	31%	创新药-传统转型
6078. HK	海吉亚医疗	245%	538	医疗保健提供商	78%	特色专科连锁
1877. HK	君实生物	236%	924	制药	-	创新药-biotech
1066. HK	威高股份	202%	753	医疗保健设备与用品	6%	创新&特色头部器械耗材
1513. HK	丽珠医药	183%	466	制药	-27%	创新药-传统转型
9926. HK	康方生物-B	166%	520	制药	-	创新药-biotech
2196. HK	复星医药	153%	1927	制药	5%	创新药-传统转型
1873. HK	维亚生物	147%	206	制药	-	CXO

# 产业变化1：医药产业表现出持续结构升级、器械崛起、新兴赛道快速扩充成长

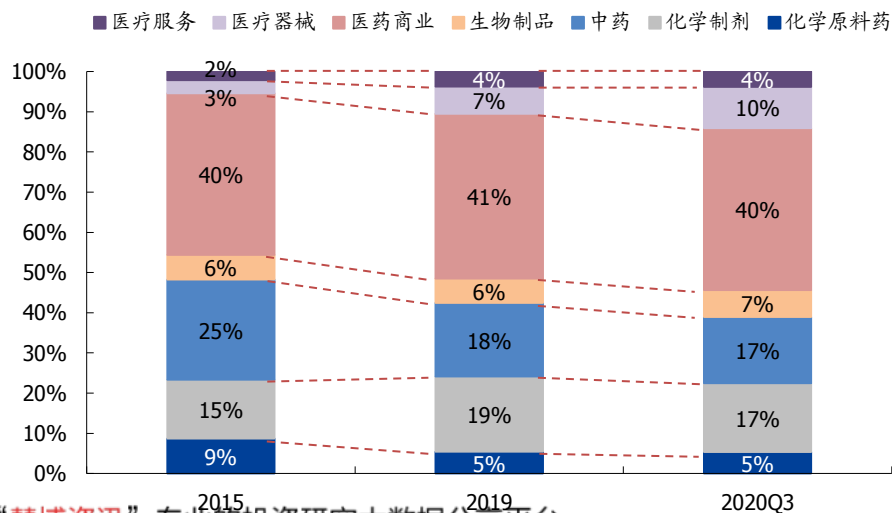
从资本市场映射产业，看产业变化，医药板块正在经历产业结构升级、器械崛起、生物制品、中药、原料药等子行业结构优化。对比2015年与如今的医药板块各子行业营业收入占比与各子行业成分股个数占比，我们能明显看到医疗器械子行业占比大幅提升，医疗器械同样也是近十年新上市个股最多的子行业。生物制品板块成分股个数占比减少但营业收入占比略有增加，体现了板块产能出清、结构优化。中药与化学原料药板块营业收入占比与各子行业成分股个数占比下降明显。随着国家对中药注射剂及辅助用药的监管趋严，中药板块更趋于集中在有资源壁垒的龙头企业。近年来环保趋严+质量要求提高，导致原料药产能出清，虽然板块占比下降，但行业竞争格局得到明显改善。

图表14: 医药板块各子行业2010年至今新上市成分股个数

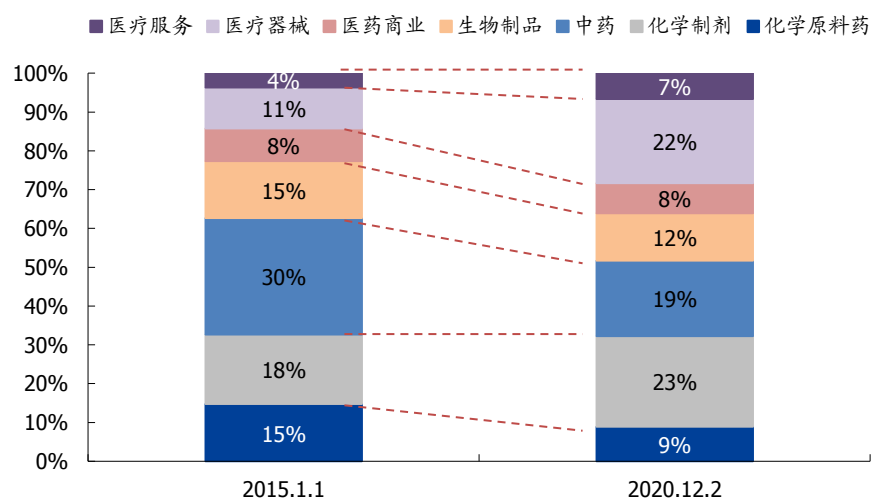


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 医药板块各子行业营业收入占比变化 (%)



图表16: 医药板块各子行业成分股个数占比变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

# 产业变化1：医药产业表现出持续结构升级、器械崛起、新兴赛道快速扩充成长

从资本市场映射产业，看产业变化，新兴细分赛道在资本市场上快速扩充，已成百家争鸣态势。我们对2010年至今部分新上市核心资产所属行业进行梳理，医药板块各公司已经不能简单按大类划分，细分赛道争鸣，百花齐放的时代到来。其中，创新药服务商、创新药、创新器械新上市公司数量较多，疫苗、医美、眼科、特色消费、原辅包材、药店、医疗信息化、流通、注射剂国际化、ICL、IVD、血制品、专科处方药、儿科相关等多个细分领域百舸争流。

图表17：医药板块2010年至今部分新上市核心资产所属行业一览

细分领域	上市公司	上市日期	细分领域	上市公司	上市日期	细分领域	上市公司	上市日期
创新药	荣昌生物-B	2020-11-09	创新服务商	康龙化成	2019-01-28	创新药	康弘药业	2015-06-26
创新药&创新国际化	再鼎医药-SB	2020-09-28	创新药	君实生物	2018-12-24	IVD	迈克生物	2015-05-28
医美	爱美客	2020-09-28	创新药&创新国际化	信达生物	2018-10-31	原辅包材	山河药辅	2015-05-15
创新疫苗	康希诺-U	2020-08-13	创新&特色头部器械耗材	迈瑞医疗	2018-10-16	互联网医疗&医疗信息化	创业慧康	2015-05-14
眼科	爱博医疗	2020-07-29	创新药&创新国际化	百济神州	2018-08-08	药店	老百姓	2015-04-23
其他特色	伟思医疗	2020-07-21	创新服务商	药明康德	2018-05-08	药店	益丰药房	2015-02-17
创新&特色头部器械耗材	天智航-U	2020-07-07	互联网医疗&医疗信息化	平安好医生	2018-05-04	流通	柳药股份	2014-12-04
创新疫苗	康华生物	2020-06-16	创新服务商	药石科技	2017-11-10	创新服务商	九洲药业	2014-10-10
IVD	新产业	2020-05-12	原辅包材	天宇股份	2017-09-19	药店	一心堂	2014-07-02
创新疫苗	万泰生物	2020-04-29	ICL	金域医学	2017-09-08	创新服务商	博腾股份	2014-01-29
创新药	康方生物-B	2020-04-24	创新服务商	昭衍新药	2017-08-25	儿科相关	我武生物	2014-01-21
创新药	南新制药	2020-03-26	创新服务商	艾德生物	2017-08-02	创新服务商	泰格医药	2012-08-17
创新药	泽璟制药-U	2020-01-23	IVD	艾德生物	2017-08-02	特色专科药	东诚药业	2012-05-25
创新药	康宁杰瑞制药-B	2019-12-12	药店	大参林	2017-07-31	血制品	博雅生物	2012-03-08
创新&特色头部器械耗材	启明医疗-B	2019-12-10	创新&特色头部器械耗材	英科医疗	2017-07-21	创新药	海思科	2012-01-17
原辅包材	博瑞医药	2019-11-08	注射剂国际化	健友股份	2017-07-19	医美	朗姿股份	2011-08-30
医美	华熙生物	2019-11-06	原辅包材	奥翔药业	2017-05-09	互联网医疗&医疗信息化	卫宁健康	2011-08-18
创新服务商	美迪西	2019-11-05	注射剂国际化	普利制药	2017-03-28	ICL	迪安诊断	2011-07-19
眼科	昊海生科	2019-10-30	创新疫苗	康泰生物	2017-02-07	创新药	冠昊生物	2011-07-06
创新药	复宏汉霖-B	2019-09-25	眼科	欧普康视	2017-01-17	创新服务商	睿智医药	2010-12-22
创新药	微芯生物	2019-08-12	眼科	兴齐眼药	2016-12-08	眼科	光正眼科	2010-12-17
创新&特色头部器械耗材	心脉医疗	2019-07-22	创新服务商	凯莱英	2016-11-18	特色专科连锁	光正眼科	2010-12-17
创新&特色头部器械耗材	南微医学	2019-07-22	创新药&创新国际化	贝达药业	2016-11-07	创新疫苗	沃森生物	2010-11-12
特色专科连锁	锦欣生殖	2019-06-25	IVD	安图生物	2016-09-01	流通	九州通	2010-11-02
创新药	翰森制药	2019-06-14	创新&特色头部器械耗材	健帆生物	2016-08-02	创新疫苗	智飞生物	2010-09-28
创新服务商	方达控股	2019-05-30	原辅包材	司太立	2016-03-09	创新&特色头部器械耗材	微创医疗	2010-09-24
创新服务商	维亚生物	2019-05-09	IVD	万孚生物	2015-06-30	创新药	科伦药业	2010-06-03
						原辅包材	仙琚制药	2010-01-12

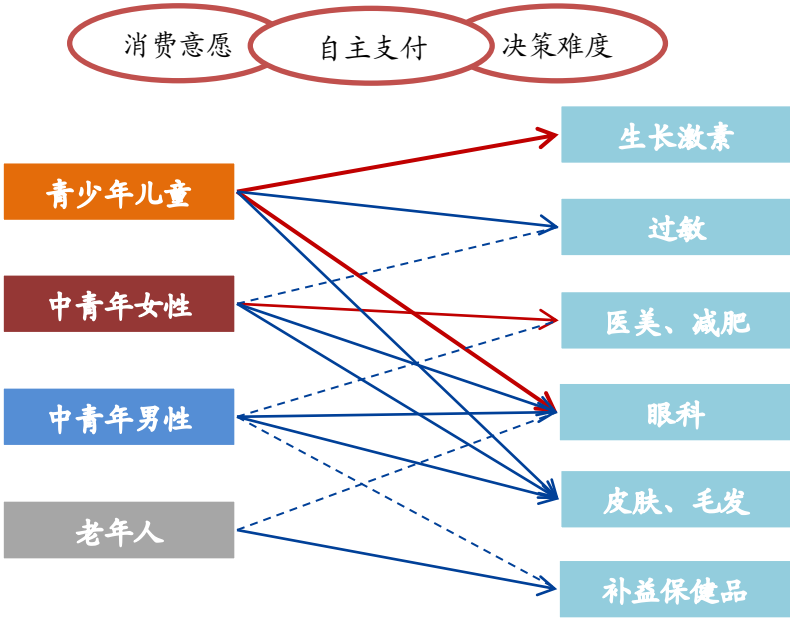
# 产业变化2：医药需求正经历可选（健康消费梯次升级）与刚需（疾病谱变迁）的共振

- 刚性需求角度：非刚需万金油用药时代已经结束，展望未来3-5年，抗肿瘤、糖尿病/肥胖相关、心脏病、阿尔兹海默症药物等刚需强烈的药品/器械有望迎来更大的发展。疾病谱变迁蕴含产业发展大变革的前瞻性脉络：从国内外历史情况看，疾病谱的变迁将很大程度决定医药需求的变化，也是引导医药研发及企业战略布局，甚至医药投资的重要线索。近30年全球最畅销药品榜单中的热门，由1990年的高血压药物到2000年的降血脂、抗抑郁药物，再到近些年的自身免疫疾病、抗肿瘤药物，均可以从疾病谱的变迁数据中提前看出端倪。1990年至2017年，我国居民25大死亡原因中，心脏病（缺血性及高血压性）、癌症（肺癌，胃癌，食道癌，结肠癌，乳腺癌等），阿尔兹海默症和糖尿病的YLL（生命损失率）排名提升明显；在2017导致中国人群死亡和伤残调整寿命年（DALY）十大主要危险因素中，超重和肥胖（+185%）所占比例变化最大。
- 可选需求角度：健康消费升级带来可选消费梯次爆发，从中择优而选：随着2008-2019年我国高净值人群（资产1000万以上）数量从28万以近20% CAGR 增加至220万，全国居民人均医疗保健支出占比从2013年的6.9%提升至2019年的8.8%，健康消费升级的趋势已经势不可挡；在选择具体收益细分领域时，自主支付能力及占比、消费意愿强度及决策容易度是需要重点考虑的三大要素，单纯老龄化并非理想的消费升级方向，中青年女性及青少年儿童是更佳的第一顺位的消费升级人群，对应的医美、减肥、生长激素、疫苗、眼科、过敏（脱敏制剂）细分领域有望释放巨大潜能。

图表18：1990-2017中国25大死因的死亡及YLL比率变化

	YLL 排名		排名变化	每十万人死亡数	
	1990	2017		1990	2017
中风	3	1	2	106	149
缺血性心脏病	7	2	5	49	124
气管、支气管和肺部癌症	13	3	10	20	49
慢性阻塞性肺疾病	4	4	0	99	68
肝癌	11	5	6	20	30
道路伤害	5	6	-1	19	19
胃癌	12	7	5	24	25
阿尔兹海默症和其它痴呆	28	8	20	14	35
新生儿疾病	2	9	-7	27	4
高血压性心脏病	17	10	7	18	21
食道癌	16	11	5	14	15
下呼吸道感染	1	12	-11	45	13
自残	9	13	-4	19	9
肝硬化和其他慢性肝脏疾病	15	14	1	13	11
结肠癌和直肠癌	29	15	14	6	13
慢性肾脏疾病	20	16	4	8	12
先天性疾病	6	17	-11	13	3
肺炎	22	18	4	5	10
溺水	8	19	-11	14	5
糖尿病	34	20	14	5	11
乳腺癌	39	21	18	3	6
白血病	18	22	-4	6	4
大脑和中枢神经系统癌症	30	23	7	3	4
胰腺癌	57	24	33	2	6
其他未分类癌症	35	25	10	3	5

图表19：医药健康消费升级示意图

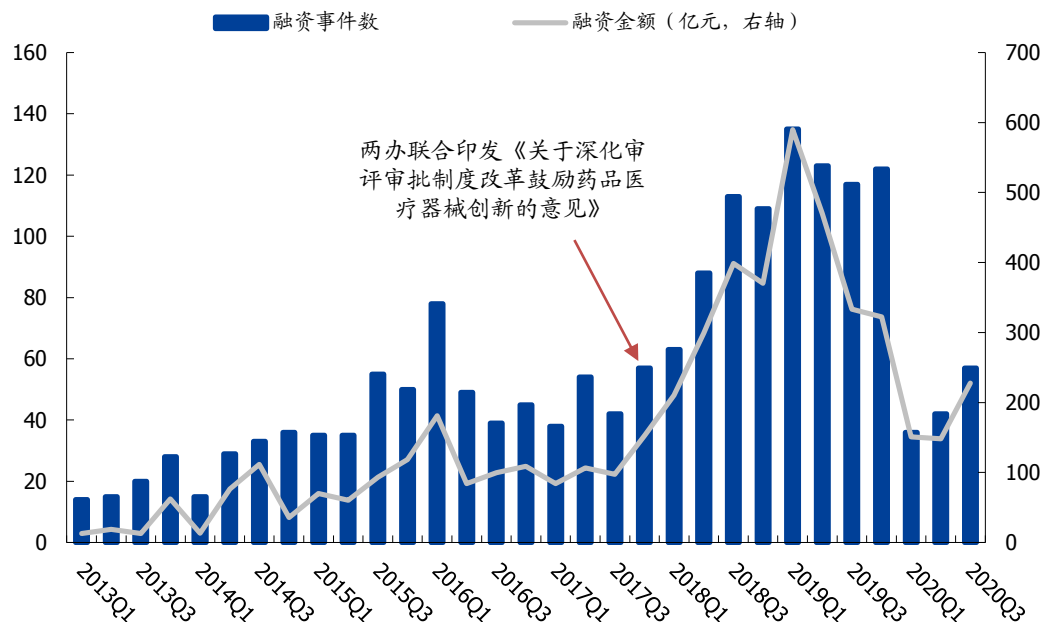




## 产业变化3：医药供给侧正经历“精细化优质创新”逐步取代“泛泛创新”

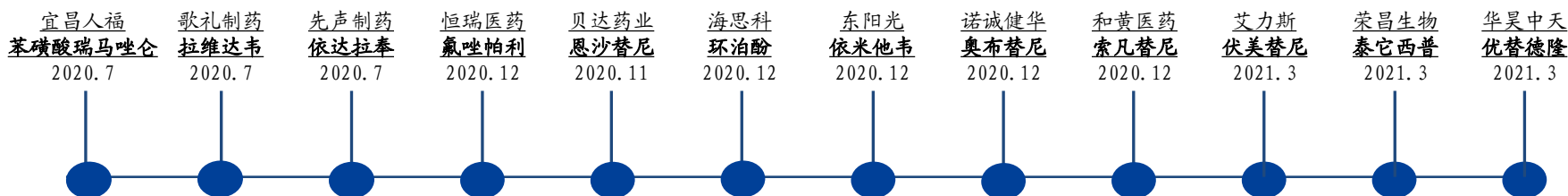
近几年，政策刺激下资本涌入，国内迎来创新大风口。我国的创新市场有较强的政策属性，2017年10月8日，两办联合印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，开启了第一波创新浪潮。叠加药品注册管理办法修订、药品谈判、医保动态调整机制等出台，从政策顶层设计彻底解决了历史上由于研发资源有限、审评不规范&进度慢、招标效率低、入院难度高、医保对接难等造成的创新动力不足的问题。在纲领性政策刺激之下，叠加近年科创板、注册制等推动，创新药赛道资本蜂拥，创新药企业融资加速，也引领了我国创新药投资进入大风口时代。2017年下半年开始，我国生物技术与制药领域投融资事件与金额均快速上升，2019年全年都热度火爆，2020年受疫情影响有所下降，年底的医保谈判有可能会带来一段冷却期（尤其是对“泛泛创新”），但我们预计未来投融资高热度趋势不变。在良好的政策环境与资本推动下，国内创新崛起加速。国产创新药陆续进入收获期，未来几年将看到更多重磅创新产品在国内陆续获批上市。

图表20：生物技术与制药领域投融资事件与金额



资料来源：Wind，国盛证券研究所（备注：事件统计数未包含未披露金额情况）

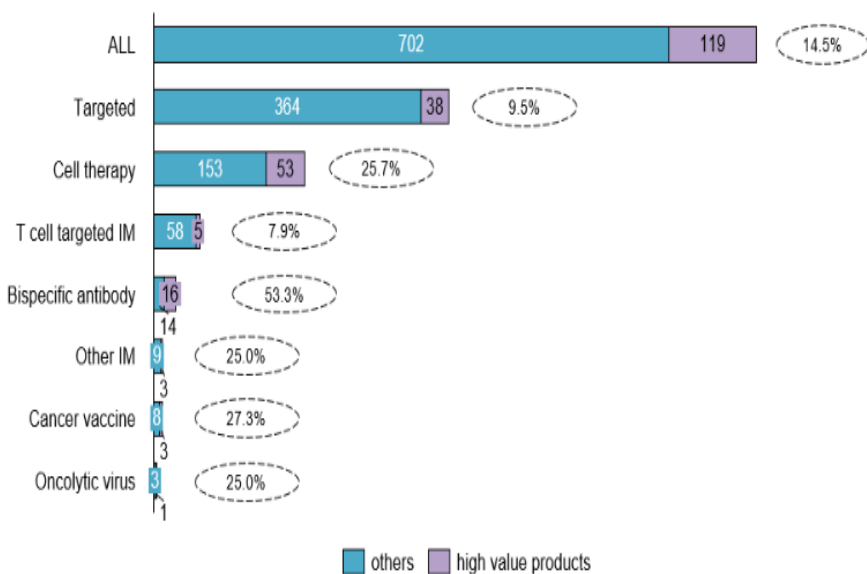
图表21：2020.7-2021.6中国自主创新药获批情况



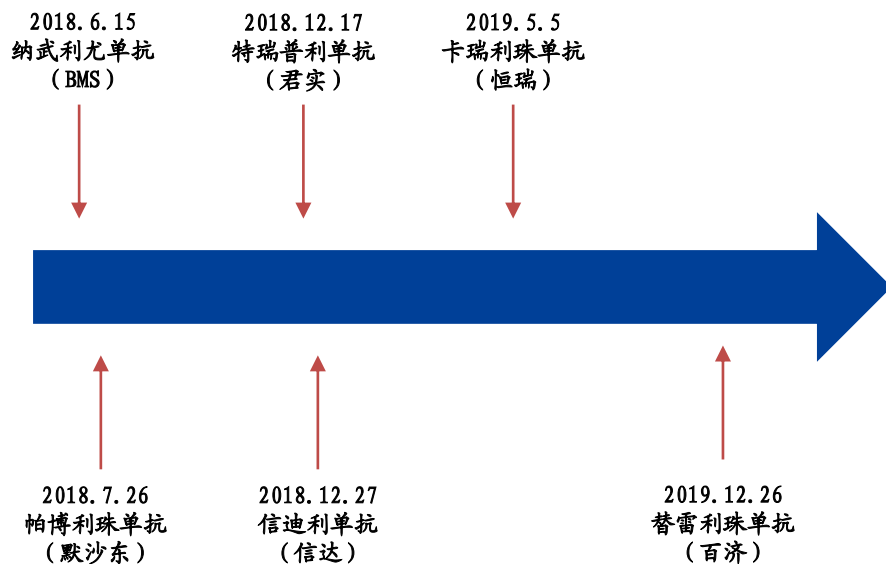
## 产业变化3：医药供给侧正经历“精细化优质创新”逐步取代“泛泛创新”

但是，不可忽视的是，政策给予“泛泛创新”的时间窗口越来越短，医保控费趋严、赛道日益拥挤，当下我们已经慢慢进入到“精选优质创新”的时刻。我国目前创新药研发同质化现象较为严重，在821个中国在研肿瘤药管线FiC药物中，高价值产品仅有119个，占比为14.5%，引进产品中高价值产品所占比例（42/147）明显高于国内自主研发产品（77/674）。靶向药物同质化现象最为严重，高价值产品占比仅9.5%。创新药上市即重磅炸弹的时代慢慢过去，政策给予“泛泛创新”的时间窗口期越来越短。典型例子如PD-1单抗，目前国内已上市的产品已有6个（2个进口、4个国产），最近上市的替雷利珠单抗上市仅一年时间即面临创新药谈判降价的政策风险，而PD-1在研管线中还有超过百个相关单抗布局，赛道日益拥挤，未来这些产品上市后能够拥有的盈利窗口期大概率也非常有限。我们认为，我国的创新药市场在当下已经慢慢从“泛泛创新”进入到“精选优质创新”的时刻。单抗热门靶点未来同质化竞争将持续白热化，同质化产品将逐渐失去竞争力，新技术、稀缺的技术平台、差异化的治疗领域、创新的给药方式等都可能给企业带来更好的竞争格局，有技术沉淀的公司有望脱颖而出。

图表22：各肿瘤药品类型高价值产品数量及占比



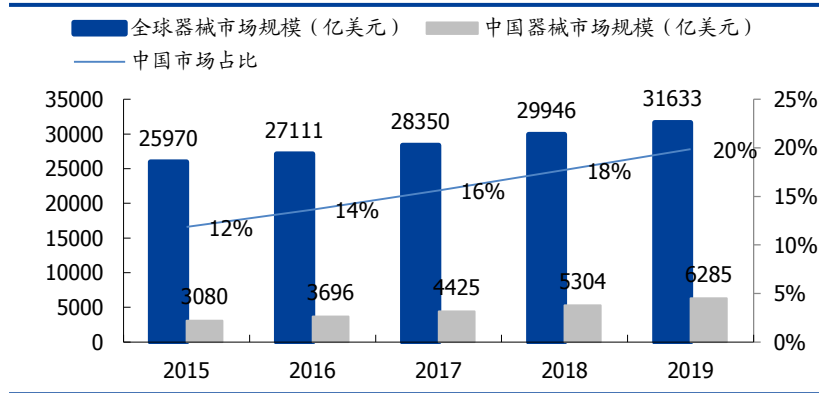
图表23：国内PD-1单抗上市时间轴



# 产业变化4：医药供给侧正经历真正意义上的“进口替代”

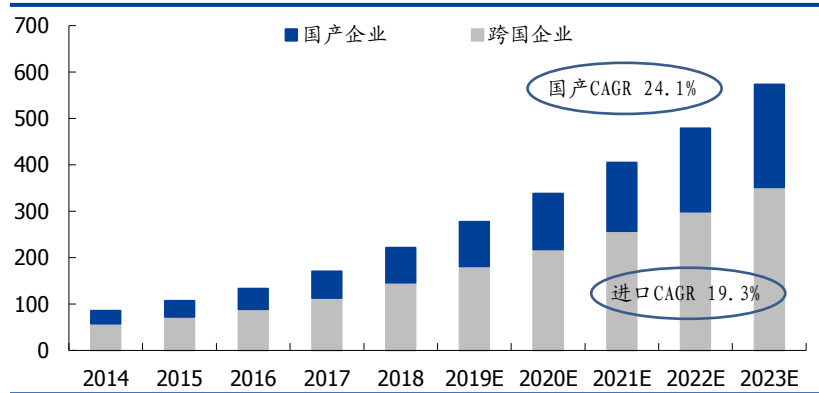
以器械板块为例：国产器械逐渐经历从产品快速跟进到创新产品不断问世，国产替代步伐加快，器械出海全球化等一系列发展历程。从行业发展来看，器械作为国内医药产业的后发者，其发展进程晚于整体药品市场，目前处于市场扩容和国产替代的双击时代，如骨科创伤、心血管介入、免疫化学发光等子领域已逐渐实现国产替代；从产品结构来看，国产器械产品技术水平已逐渐接近进口产品，并在部分领域有所超越，而国产创新医疗器械在获批速度和技术水平上已与欧美同类产品保持同步；从市场空间来看，国内头部器械企业部分产品已经开始逐步出海（CE、FDA认证并实现销售），国际化进度不断加速。

图表24：全球器械市场规模



资料来源：Evaluate MedTech，国盛证券研究所

图表25：中国免疫检测市场规模 (亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

图表26：2018年国内高值耗材国产替代情况

所处领域	细分领域	市场规模	市场增速	国产化率	主要产品
血管介入	心血管介入	264亿元	21.10%	≥60%	冠脉支架、PTCA 球囊扩张导管、导引导管、造影导管、导引导丝等
	脑血管介入	48亿元	37.14%	≤20%	颈动脉支架、椎动脉支架、颅内血管支架、微导管、微导丝、远端保护器械、弹簧圈、液态栓塞材料等
骨科植入	外周血管介入	77亿元	32.76%	基本由外资占据	大动脉覆膜支架、髂股动脉支架、锁骨下动脉支架及肾动脉支架等
	创伤类	75亿元	13.64%	67.85%	接骨板、接骨螺钉、髓内钉、外固定支架
	脊柱类	76亿元	16.92%	39.11%	椎体植入物、钛网、融合器等
	关节类	73亿元	21.67%	26.73%	人工髋关节、人工膝关节、人工肩关节、人工肘关节等
血液净化类	血液净化类	67亿元	21.82%	≤30%	血液透析材料、腹膜透析材料、血浆置换材料等
神经外科	神经外科	36亿元	12.50%	基本由外资占据	颅骨材料、脑膜材料、引流材料、缝合材料、神经刺激、脑电监测等
眼科	眼科	76亿元	16.92%	基本由外资占据	人工晶状体、人工玻璃体、人工角膜等
口腔科	口腔科	70亿元	20.69%	基本由外资占据	牙冠、种植体等
电生理起搏器类	电生理起搏器类	67亿元	15.52%	基本由外资占据	消融导管、起搏器、心脏复律除颤器、导线等
介入器械类	介入器械类	19.35%	19.35%	基本由外资占据	呼吸介入、消化介入、泌尿介入、肿瘤介入等

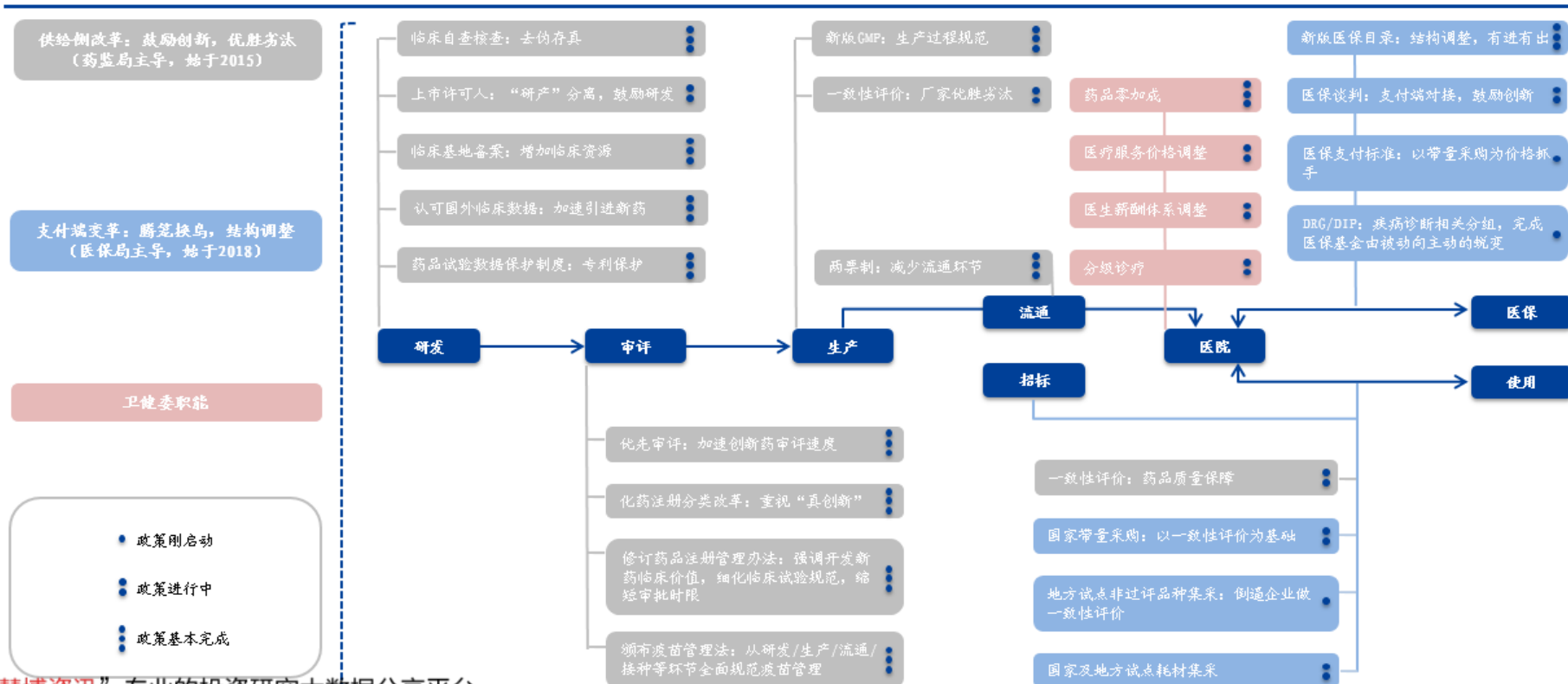
资料来源：中国医疗器械蓝皮书，国盛证券研究所

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 政策变化：供给侧改革与支付端变革下的行业淘汰赛

- 从整体思路来看，医药大政方针已定。由药监局主导的【供给侧改革】（龙头和次龙头更加稀缺）与医保局主导的【支付端变革】（政策免疫的更加稀缺）的顶层设计早已明确，政策大方向不会再变化。而资本市场在医保局成立后的两年里，已经对政策的预期较为充分，因此在不出现较大的负向预期差的时候，政策对板块走势的影响已经边际减弱了；但是由于医药的常规高位配置，不排除有部分资金对医药政策存在盲点，或仍存在一定的预期差。
- 从时间维度来看，政策收紧逐步完善。立足当下时点，2015年启动的供给侧改革相关政策（侧重研发/审评/生产等环节）已基本完成，2018年启动的支付端变革相关政策陆续开展。放眼2021年，可关注国家级药品带量采购扩面至注射剂（或然性在生物类似物上面的探索）、省级药品带量采购常态化、国家级耗材带量采购的品种扩面、DRG/DIP的推进等政策。

图表27：医药政策改革全景图





# 资本变化：资金持续流入下优质资产持续强化的长期配置牛

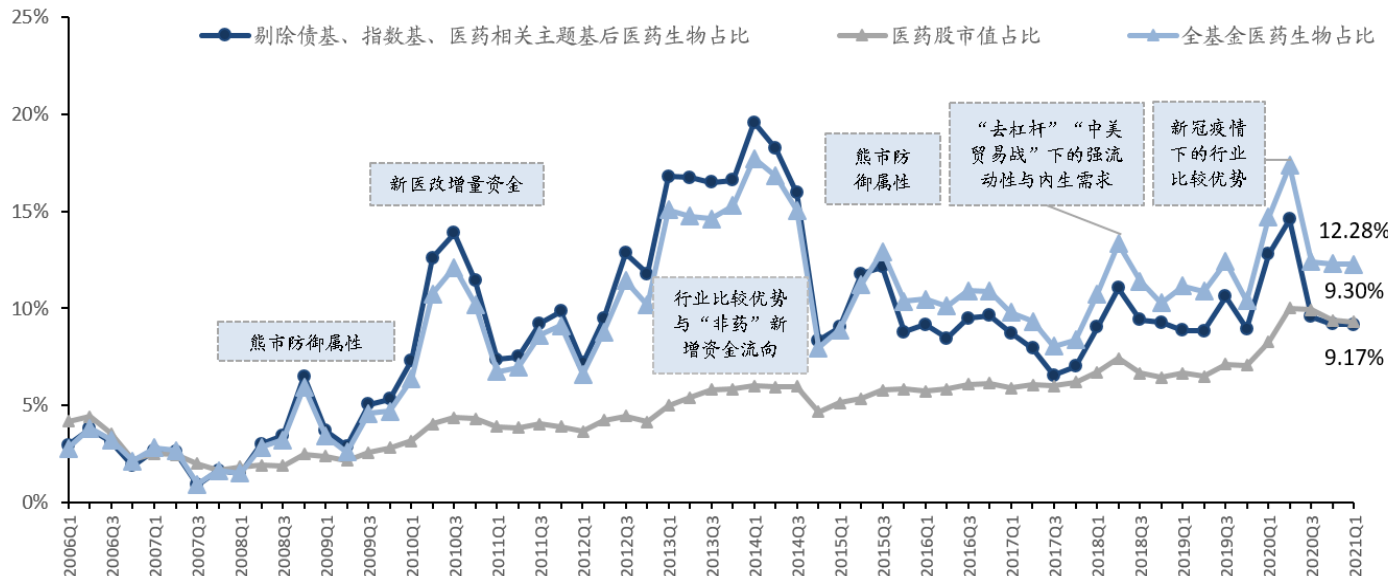
仓位动态变化：医药仓位相对稳定，与医药走势一致

- 2021Q1，全基金重仓医药仓位、非医药主题主动型基金重仓医药仓位、医药主题基金重仓医药仓位分别为12.28%、9.17%、94.73%，分别环比-0.03、-0.02、-0.48个百分点；A股医药市值占比9.30%，环比-0.08个百分点。我们认为：A股医药市值占比、全基金重仓的医药仓位、非医药主题主动型基金重仓的医药仓位均基本保持稳定，反映了2021Q1医药行业整体并未明显跑赢或跑输其他行业，同时公募基金重仓医药配置力度变化不大。

静态仓位情况：医药仍持续超配，超配幅度环比变化不大

- 2021Q1全基金、非医药主动型基金、医药主题基金重仓分别超配医药3.0、-0.13、85.4个百分点；2020Q4全基金、非医药主动型基金、医药主题基金分别超配医药2.9、-0.19、85.8个百分点。我们认为：全基金重仓医药持续超配，超配比例环比变化不大，与2020Q1、2020Q2时期全基金重仓医药的持续大幅超配相比，2021Q1医药仓位整体已经明显回调至稳定水平。

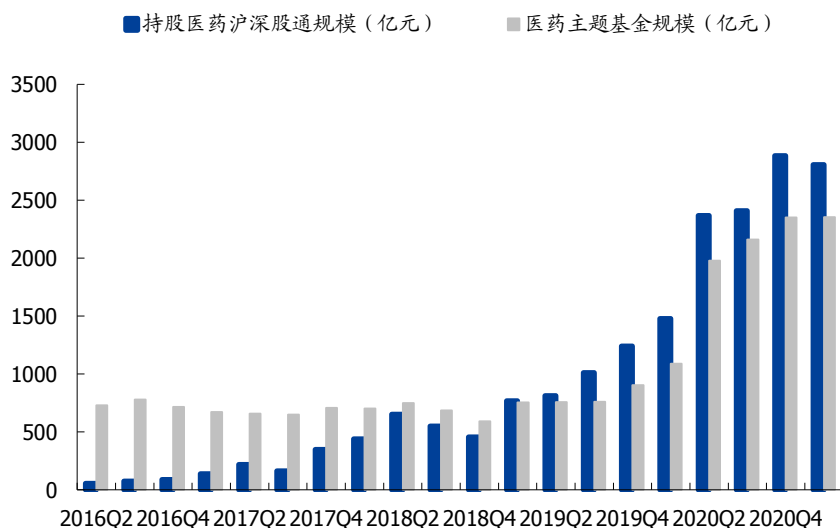
图表28：公募基金十五年重仓股医药持仓变化趋势图（2006-2021Q1）



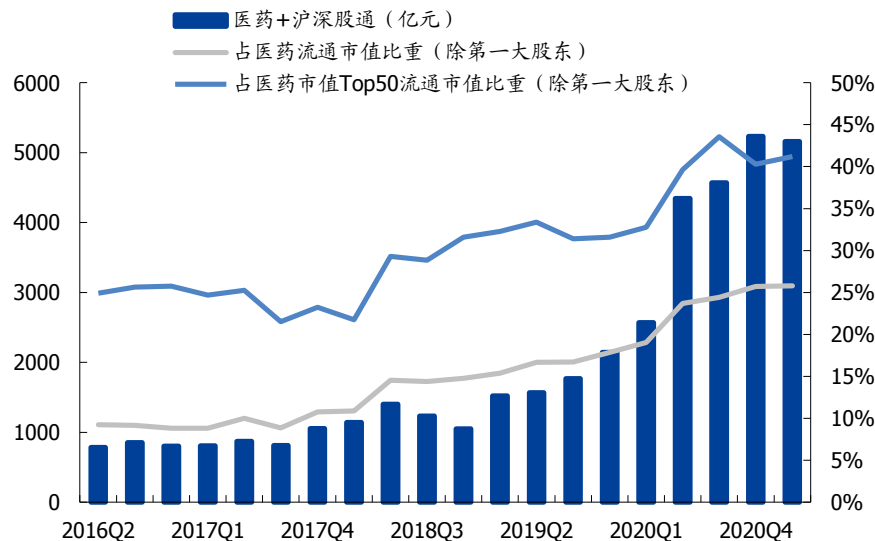
# 资本变化：资金持续流入下优质资产持续强化的长期配置牛

- **医药主题基金扩容，北上资金持续流入：**1) 2021Q1医药主题基金规模增至2353亿元，相比2018Q1三年翻了2.4倍，持续扩容的医药主题基金将为医药的长期配置牛起到稳定剂作用，医药新兴细分的复杂化和投资的专业化从让医药主题基金规模长期有持续扩增空间。2) 2021Q1沪深股通持股医药整体规模增加至2807亿元，相比2018Q1三年翻了5.4倍；部分大市值公司（迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科等）持股占比不足10%，北上资金配置强度仍有较大空间。
- **优质资产配置持续强化：**伴随着资金整体对医药板块的配置持续加强，从资金配置医药的细分结构变化来看，头部公司持续受到资金青睐，以申万医药板块各时期市值前50个股流通市值合计（剔除第一大股东）中的资金占比（以医药主题基金与沪深股通持股规模之和初步反应趋势，不包括非医药主题基金、私募基金、保险等持股医药规模）来看，已由2016Q2的不足25%上升至2021Q1的40-45%，资金对于医药市值头部公司的配置进一步倾斜。

图表29: 医药主题基金与沪深股通持股医药规模变化 (2016Q2-2021Q1)



图表30: 医药主题基金+沪深股通持股医药占比变化 (2016Q2-2021Q1)



- 一、回首2020，医药如何走过？
- 二、推演十年维度，医药行业在经历怎样的重大变化？
- 三、展望2021年，医药如何配置？
  - 前小：深挖稀缺性中小市值隐形冠军
  - 后大：布局高增速政策免疫核心资产

# 展望2021H2：继续看好医药具备确定性比较优势，布局上“前小后大”

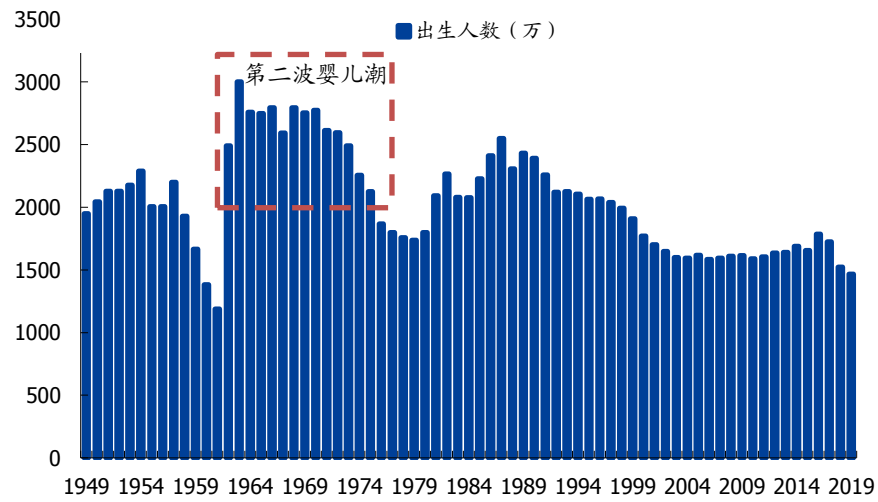
从当前现状以及未来趋势来看，我国人口结构逐步老龄化，而具备刚需消费属性的医药行业在所有的成长行业中更具确定性比较优势。

➤ **当前现状：**按照国际通行划分标准，当60岁以上老年人口占人口总数的10%\14%\20%，即意味着进入老龄化社会\深度老龄化\超老龄化社会。从第七次全国人口普查情况来看，全国60岁以上人口占比已达18.70%，离超老龄化社会已经不远。

➤ **未来趋势：**中国第二波婴儿潮发生在1962-1975年，将于2022年开始逐步进入60岁，未来老龄化趋势将更加严峻。

我国人口老龄化的趋势将与消费升级形成共振（人均医疗保健消费支出的绝对值和占比都在逐年提升），医药将是长期的朝阳行业。

图表32：中国出生人口数量（1949-2019）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

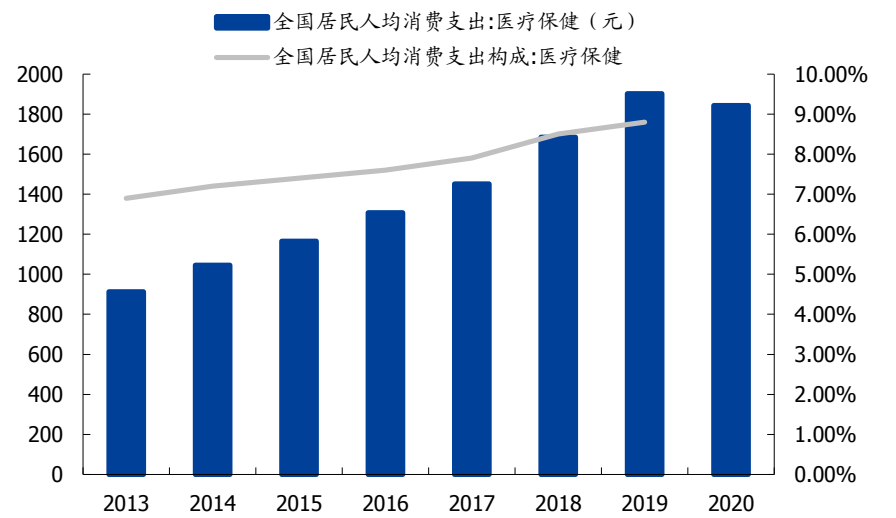
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图表31：我国人口年龄构成情况

年龄构成	占比	较六人普变化
0—14岁人口及（占比），万人	25338（17.95%）	占比+1.35百分点
15—59岁人口及（占比），万人	89438（63.35%）	占比-6.79百分点
60岁以上人口及（占比），万人	26402（18.70%）	占比+5.44百分点
65岁以上人口及（占比），万人	19064（13.50%）	

资料来源：第七次全国人口普查，国盛证券研究所

图表33：中国居民人均医疗保健消费支出及占比

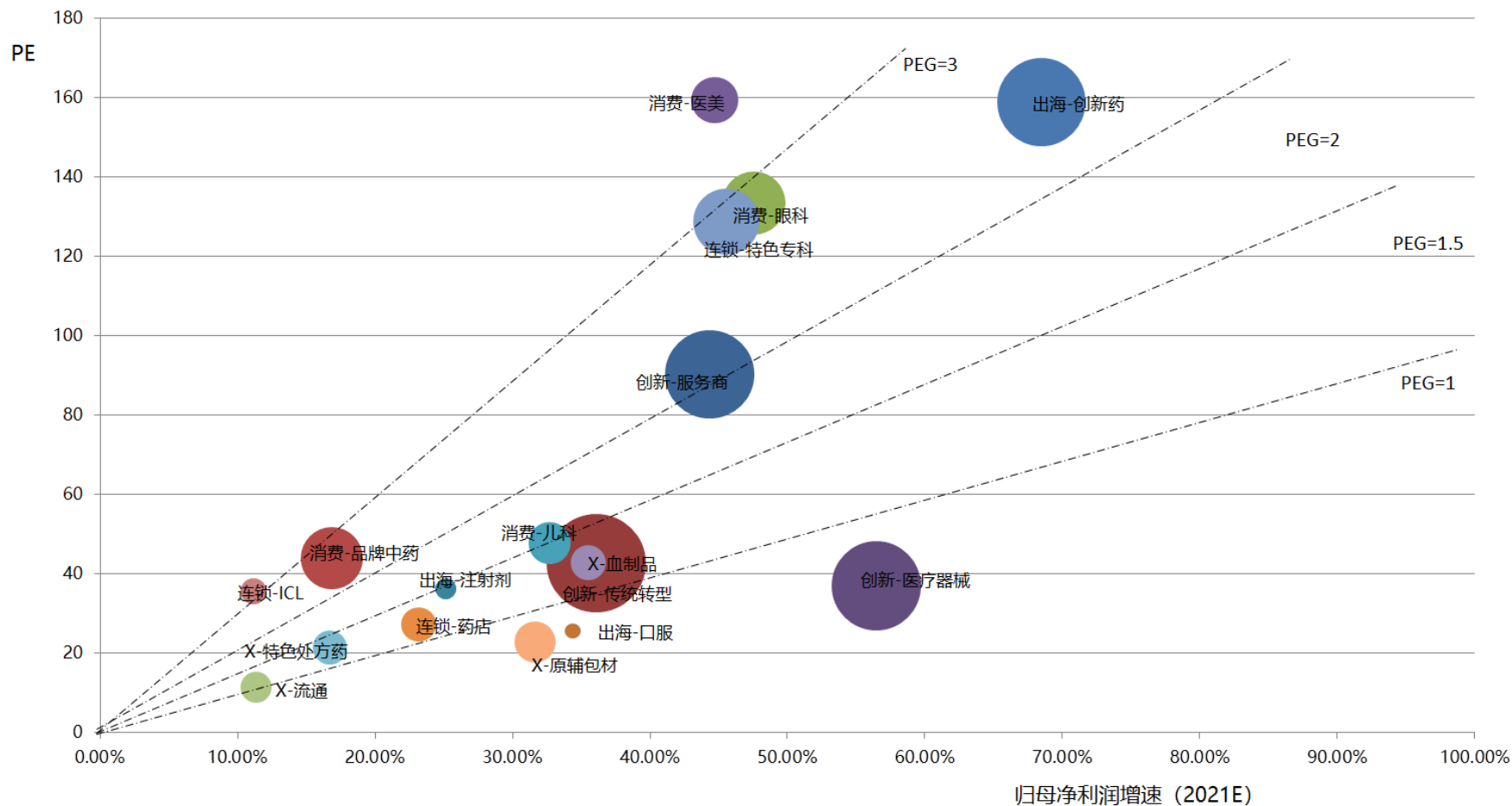


资料来源：国家统计局，国盛证券研究所



# 展望2021H2：继续看好医药具备确定性比较优势，布局上“前小后大”

图表34：4+X 细分领域2021年估值情况（纵轴为领域2021E PE，横轴为领域2021E利润增速，气泡大小代表领域内上市公司市值加总）



资料来源：Wind，国盛证券研究所（数据更新至2021.06.04）  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 展望2021H2：继续看好医药具备确定性比较优势，布局上“前小后大”

1、2021H2医药行业大势判断：我们认为医药行业的确定性比较优势依然存在。去展望2020H2的医药板块行情，对于宏观流动性的判断是必不可少的。我们认为，国内整体基调是逐步回归到正常化，有边际收紧的趋势，但不会系统性掉头；而以美国为代表的海外依然处于经济刺激政策延续的阶段，整体依然偏松，但迟早会有收紧的行为。基于对于宏观流动性的判断，我们认为医药板块依然是存在确定性比较优势的：一方面是宏观流动性收紧体现到经济上之后，年初以来表现最好的周期股面临的宏观风险相对较大，行业配置间具备跷跷板效应；另一方面则是人口结构逐步进入老龄化的状态下，医药内需且刚需的属性具备最为确定的成长属性。

2、细分领域趋势判断：政策免疫依然是挑选细分领域的必要条件。在2015年药监局开启供给侧改革及2018年医保局开启支付端变革的背景下，政策相对免疫的赛道才具备相对较长的投资逻辑以及更好的估值弹性。

3、具备配置思路：2021H2布局上建议“前小后大”，前期深挖具备稀缺属性的中小市值冠军，后期布局高增速政策免疫核心资产。由于当前的宏观流动性仍然处于继续宽松的状态，且目前核心资产在反弹后估值再创新高或处于估值高位，我们建议加大对拥有长逻辑的政策免疫主线赛道二三线标的的配置力度，继续寻找处于底部且发生了一定逻辑变化的标的，同时高度重视新股。在宏观流动性边际收紧后，我们更加看好业绩增速高的核心资产，能够更快消化当前的高估值。

- “前小”：（1）CXO：博腾股份、九洲药业；（2）服务：国际医学；（3）疫苗产业链：东富龙；（4）品牌中药：同仁堂、太极集团；（5）眼科：兴齐眼药、昊海生科；（6）创新单品：前沿生物、南新制药（7）注射剂国际化：健友股份、普利制药。
- “后大”：（1）疫苗：智飞生物、康希诺；（2）CXO：康龙化成、凯莱英、药明康德、泰格医药；（3）服务：爱尔眼科、通策医疗；（4）药械：迈瑞医疗、恒瑞医药（5）消费：长春高新。

# 展望2021H2：CXO标的逐步呈现差异化趋势，看好博腾股份、九洲药业

## ► 行业发展趋势&核心逻辑：

稀缺的政策避风港，业绩高景气度确定性高，有望持续兑现，二线标的弹性可能更大。全球CXO行业随企业研发投入及外包渗透率增加而稳定增长。我国CXO行业伴随海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推，进入黄金发展期，增速快于全球CXO行业增速。同时国内的创新药浪潮将对前端的创新产业链服务商带来国内市场新增量。在CXO本身赛道景气度非常高的情况下，二线标的业绩持续高速增长，可能会带来股价更大的弹性。此外，布局差异化赛道有望获得先发优势。重点推荐博腾股份、九洲药业。

## ► 未来一年变化推演：

- 1. 业绩逻辑：全球疫情预计接近尾声，疫情之下培养的信任度将进一步促进产业转移的趋势，创新服务商业绩高增长持续兑现，并对子领域形成持续催化。二线标的边际变化较大，可能呈现更快的业绩增速。
- 2. 估值逻辑：目前一线CXO标的估值相对较贵，二线标的2021、2022年PE值整体进入了相对更低的水平，尤其是博腾股份和九洲药业，估值增速性价比较高。
- 3. 升级逻辑：各家CXO企业逐步拓展能力圈，进一步增强竞争力。如博腾股份布局基因细胞治疗CDMO，九洲药业布局多肽CDMO等，均有望在差异化赛道具备先发优势。

图表35：各CXO标的近两年业绩与估值对比

上市公司	最新市值（亿元）	归母净利润2021E （亿元）	归母净利润2022E （亿元）	净利润增速2021E	净利润增速2022E	2021PE	2022PE
凯莱英	934	10.0	13.5	38.3%	34.7%	93	69
药明康德	4,369	39.8	51.4	34.4%	29.1%	110	85
泰格医药	1,625	20.8	24.3	18.9%	16.8%	78	67
昭衍新药	470	4.2	5.6	33.6%	32.3%	112	84
康龙化成	1,474	14.3	18.7	22.0%	30.8%	103	79
药石科技	278	2.8	4.0	49.8%	46.0%	101	69
博腾股份	394	4.6	6.5	41.5%	40.7%	86	61
九洲药业	361	6.2	8.2	62.4%	31.9%	58	44
美迪西	288	2.3	3.7	76.6%	63.1%	126	77

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind、国盛证券研究所（市值为2021.06.04日，盈利预测方面美迪西Wind一致预期，其他为国盛证券预测）

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 展望2021H2：CXO标的逐步呈现差异化趋势，看好博腾股份、九洲药业

## CXO标的1：博腾股份

- **个股看点：**可以预见逐步成为国内领先的CRO+CDMO一体化服务公司。看三年，公司有望持续快速增长（我们预计收入复合增速30%+，随着产能释放和盈利能力提升，利润增长快于收入增长，利润复合增速40%+），现有小分子CDMO业务方面，当前产能我们预计支撑25亿以上收入，109车间+东邦产能投产后我们预计支撑35亿以上收入。看五年维度，公司基因和细胞治疗CDMO有望开花结果，如果基因细胞治疗CDMO进展顺利，则有望比肩药明生物，市值空间更大。
- **预期差&催化剂：**1) 公司订单落地、产能释放；2) 基因和细胞治疗CDMO进展顺利。

## CXO标的2：九洲药业

- **个股看点：**公司是极具吸引力的高性价比CDMO标的，2021年业绩高确定性高增长。1) 诺华的合作对业绩稳定性有一定支撑，存在持续提供品种转移订单逻辑；2) CDMO板块高速增长，国际大客户+国内知名企业双通道发展，逐步走向成熟期；3) 定增打开CDMO产能空间，贯通上下游产业链；4) 2021年业绩高确定性高增长，未来三年有望持续高增长趋势。
- **预期差&催化剂：**1) 公司和诺华的合作不是简单的一次性代生产合同，而是长期战略性质的定制化服务合作，不仅是商业化生产，还有临床期的业务合作；2) 除了诺华之外，公司与罗氏、吉列德、硕腾等国际大药企及国内贝达药业、艾力斯、海和生物、绿叶制药、华领医药等知名新药研创公司达成战略合作，漏斗型管线形成，逐步走向成熟期；3) 多肽CDMO、制剂CDMO等业务逐步推进，产业链盈利能力增强。

图表36：博腾股份、九洲药业盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2021 PE	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 2020A (亿元)	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 2020A (亿元)	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)
博腾股份	394	86	61	41.5%	40.7%	3.24	4.59	6.46	32.0%	31.6%	20.72	27.36	36.00
九洲药业	361	58	44	62.4%	31.9%	3.81	6.18	8.15	33.5%	26.7%	26.47	35.33	44.77

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind，国盛证券研究所（截止2021年6月1日）

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 展望2021H2：疫苗产业链相关公司业绩加速释放，看好东富龙

## ► 制药设备行业正在发生诸多变化：

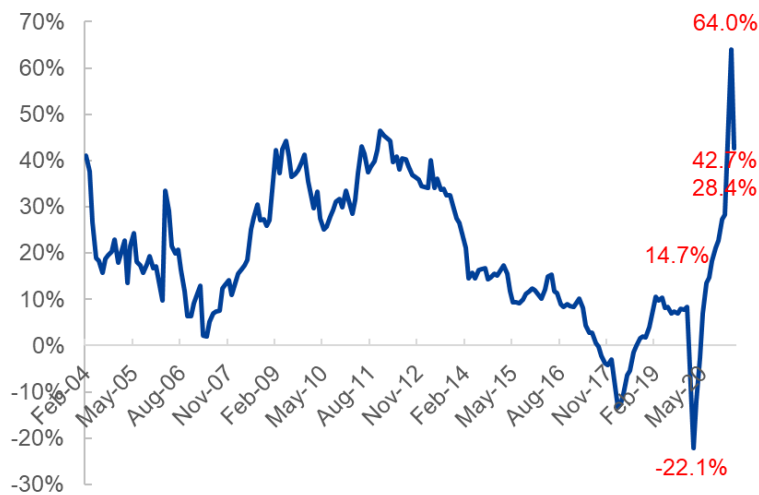
1) 周期性弱化成长性渐显，已由政策主导转向多因素驱动发展：过去制药设备行业受GMP等政策影响较大，呈现明显周期属性；随着下游医药制造业需求稳步增长、上游技术创新推动产品线升级，行业发展驱动力更加多元化，周期属性弱化而成长性渐显。

2) 行业竞争格局优化，集中度提升利好龙头企业：2016-2018期间价格战导致很多中小企业盈利不佳被淘汰出局，2019年以来，部分企业凭借持续的研发投入和稳定的产品性能获得了较大的发展空间，行业竞争格局逐步优化，头部企业市占率稳步提升。

3) 产品多元化+系统集成化是大势所趋，龙头企业领先优势将持续扩大：制药设备行业具有产品定制化程度高、细分领域多、行业分散的特点，以核心优势产品为基向产业链上下游拓展构建系统工程、向制药设备其它子领域横向拓展构建多元化产品线是制药装备企业保持稳健增长的必由之路。

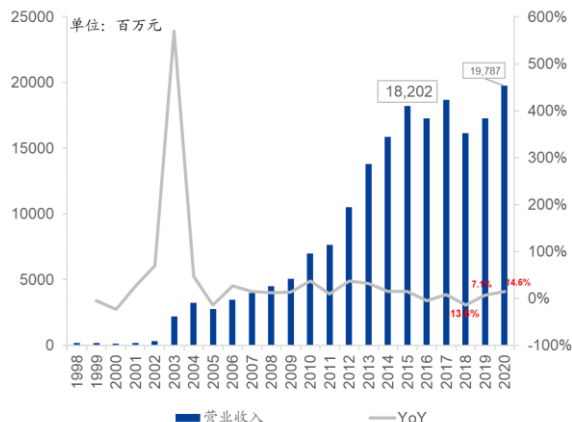
4) 新冠疫苗相关设备市场需求大增，加速推动国产制药设备出海和进口替代：海外多国加紧布局新冠疫苗产能，国产药机龙头凭借稳定的产品质量和及时的交付能力获得诸多订单，疫情亦加速了常规疫苗产能建设，国产制药设备出海和进口替代迎来战略机遇期。

图表37：医药制造业固定资产投资完成额同比增速

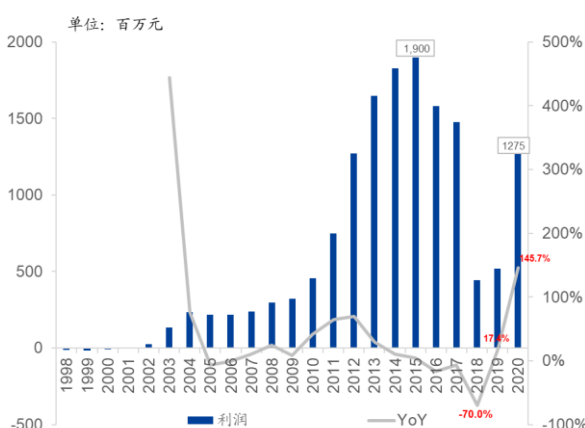


资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表38：制药专用设备制造行业收入及同比增速

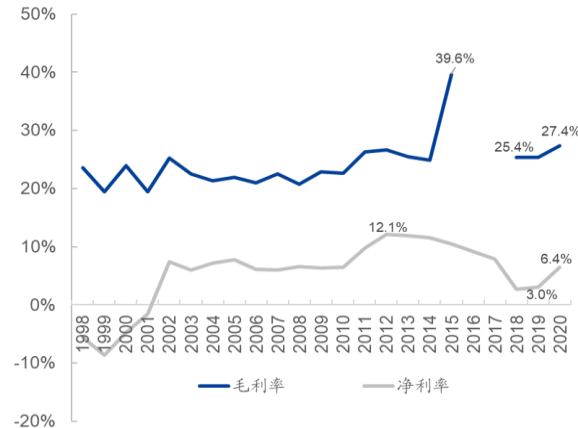


图表39：制药专用设备制造行业利润及同比增速



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表40：制药专用设备制造行业毛利率和净利率



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

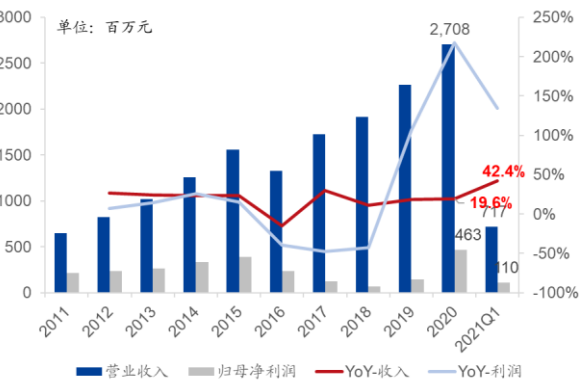


# 展望2021H2：疫苗产业链相关公司业绩加速释放，看好东富龙

## 疫苗产业链标的：制药设备龙头“东富龙”

- **个股看点：**1) 经历了2016-2018期间制药设备行业调整期后，公司营收端和利润端触底回升，目前已驶入稳步增长轨道；2) 预收账款创历史新高，先行指标彰显业绩高增潜力；3) 公司多产品线开始迈入收获期，多元化布局赋能长期成长；4) 国内：稳步开拓生物制药/CDMO/CXO企业客户，国产替代空间广阔；5) 海外：借力新冠疫苗装备突破诸多海外高端客户，国产设备出口未来可期。
- **预期差&催化剂：**1) 新冠疫苗相关新增订单保持稳步增长，预收账款增速超预期；2) 国内：生物药企/CDMO/CXO企业开拓进展顺利，生物大分子板块常规疫苗订单、单抗订单等放量加速；3) 海外：产品品牌影响力提升，新冠疫苗设备和其它常规制药设备销往海外多个国家，促进业绩持续释放。

图表41：东富龙收入和利润触底回升



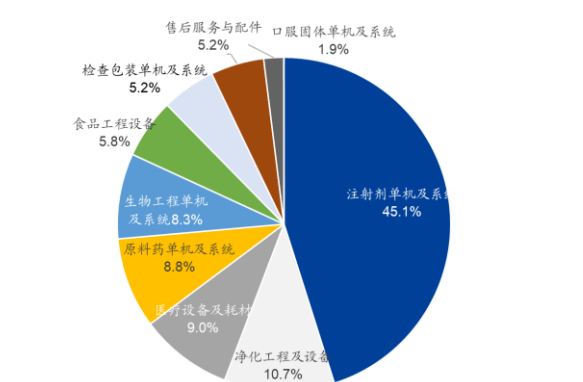
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表42：2021Q1东富龙预收账款高达23.4亿元



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表43：东富龙多产品线布局开始迈入收获期



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表44：东富龙盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2021 PE	2022 PE	净利润增速 2021E	净利润增速 2022E	净利润 2020A (亿元)	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	营收增速 2021E	营收增速 2022E	营收 2020A (亿元)	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)
东富龙	243.66	37	30	40.7%	26.4%	4.63	6.52	8.24	56.6%	15.1%	27.08	42.41	48.82

资料来源：Wind，国盛证券研究所（截止2021年6月1日）

# 展望2021H2：民营医院蓬勃发展，看好国际医学

## ► 行业核心逻辑：

民营医院能否成功基于四大核心要点，即品牌、医生、运营、资本强度，其中医生是品牌建立的基石，也是相对而言最难解决的问题。但近年来，医生来源问题在逐步解决，优质医生开始不断从公立医院外流：

1) 医生外流无制度性障碍：社会化办医一直是政策鼓励的方向。社会化办医不管在国家层面还是省市级层面一直都是政策大力鼓励的方向，如：限制公立医院数量和规模，给社会办医预留充足的发展空间；鼓励多点执业，打通医生流通的障碍；医保对接，符合条件的社会办医机构纳入医保与公立医院同等对待；税收优惠，免征增值税，所得税支持，为社会办医提供发展空间。

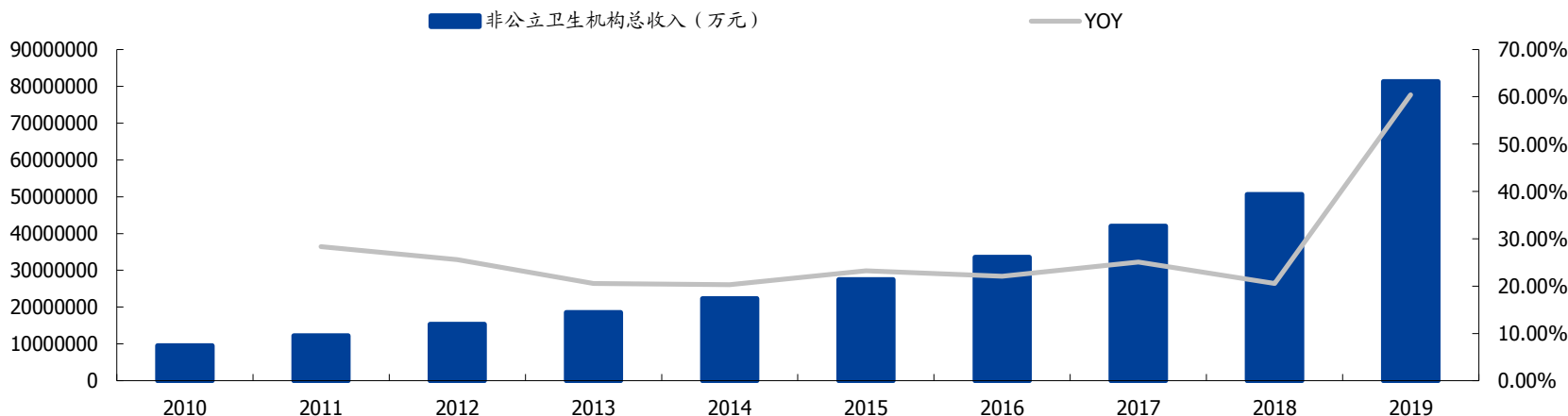
2) 医生外流底层逻辑：带量采购+反商业贿赂，医生追求阳光化收入。医生的收入体系中一直包含着一块灰色部分，这也是医改要解决的“以药养医”的问题。而带量采购和反商业贿赂的双管齐下，已经从根本上逐步解决了医生在药品中的利益问题。

3) 医生外流导火索：军改的推进让医生“看”到了另一种可能性。2018年军改的推进让民营医院获得了大量的优质医生资源，同时医生群体之间的口口相传也让医生真正看到了民营医院这一个另外的可能性。

## ► 未来一年变化推演

民营医院的蓬勃发展逐渐得到市场认可：本身爱尔眼科、通策医疗、美年健康、锦欣生殖、海吉亚医疗等专科连锁已经得到了市场认可，随着国际医学、信邦制药、三星医疗、盈康生命、华邦健康等上市公司旗下的民营综合医院及专科医院的蓬勃发展，市场将进一步认可综合医院及专科医院的投资价值。

图表45：非公立卫生机构总收入及增速



# 展望2021H2：民营医院蓬勃发展，看好国际医学

## 医疗服务标的：国际医学

- **个股看点：**公司是民营高端医疗服务平台的代表型企业。其发展逻辑可以分为两个阶段，公司早期的逻辑是通过极强的医生资源、西安市中西部地区医疗高地的地位、医保的对接迅速实现床位量价齐升，后期则是逐步弱化床位数量，走非医保的高端医疗服务。
  - 1) **中短期逻辑：**中短期看公司中心医院、高新医院、商洛院区、康复医院等12000张床位“量价齐升”的过程，关注月度的床位变化情况以及单床产出变化情况。
  - 2) **中长期逻辑：**中长期看公司中心医院院区的平台价值。国际医学中心医院拥有中西部地区最强的医生资源以及最先进的医疗设备，做八大专科综合体，未来将成为中西部地区的医疗高地。基于中心医院的平台价值，一方面的逻辑是周边地区的延伸项目，比如依托于中心医院流量的慢性病区、慢性康复病区等未来17000张床位的可能性；另一方面的逻辑则是八大专科的衍生复制的可能性，如医美、辅助生殖、康复、放疗等。
- **预期差&催化剂：**1) **床位数持续快速爬升：**目前中心医院已住1800床病人，床位持续爬升，由于中心医院的成长情况直接决定了公司中短期逻辑以及中长期逻辑兑现的可能性，因此爬坡过程中会对股价形成催化。2) **中心医院实现月度盈亏平衡：**当爬坡到2000张左右的床位时，中心医院可以实现月度的盈亏平衡。

图表46：国际医学盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2021 PE	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 2020A (亿元)	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 2020A (亿元)	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)
国际医学	472.03	736	128	28.2%	533.6%	0.45	0.58	3.68	93.6%	67.8%	16.07	31.11	52.19

资料来源：Wind，国盛证券研究所（截止2021年6月1日）

# 展望2021H2：品牌中药迎来转机，看好同仁堂、太极集团

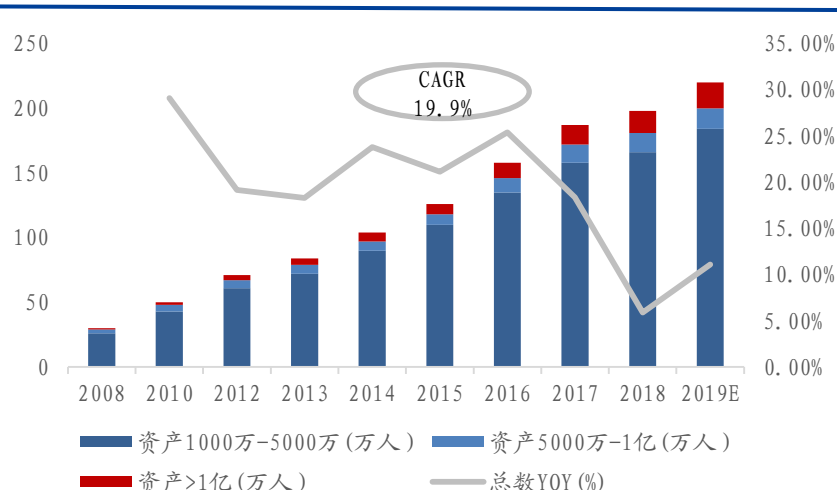
## ► 行业核心逻辑：

- 1) **核心竞争优势持续创造价值**：中药消费品的百年品牌、国家保密配方/保护品种、国家非遗工艺等不可再生优势使得品牌中药企业在市场竞争中处于极其有利位置。
- 2) **高端健康消费潜在群体快速增加**：我国08-19年资产1000万以上的高净值人群数量从28万增加至220万，复合增速19.9%。据胡润财富，高净值人群消费中健康消费排行前三。潜在消费群体的持续增加为品牌中药的增长奠定了良好的基础。
- 3) **品牌中药公司目标人群巨大，渗透率较低，成长空间广阔**：肝病、心脑血管疾病、补益类产品，衍生日化化妆品目标人群都是数亿级，目前品牌中药企业产品渗透率仍处于较低水平，独特的竞争优势使其成长空间广阔。
- 4) **政策加持下发展前景看好**：2016年以来中共中央、国务院先后发布《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》、《中医药法》、《关于促进中医药传承创新发展的意见》、《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》等重磅文件，行业发展有望加速、行业结构优化之下优秀的品牌中药企业可能拿到更多市场份额。

## 未来一年变化推演

- 1) **中医药支持政策效果显现**：国务院2021年5月《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》提出鼓励社会资本发起设立中医药产业投资基金，加大对中医药产业的长期投资力度。
- 2) **行业复苏、开启大浪淘沙**：新冠疫情成为中药行业发展契机，后续中药的价值有望被社会重新认知，消费者对于中药认可度可能提升，政策友好度和媒体环境预计将改善；行业有望复苏，但大概率会是优胜略汰，大浪淘沙的局面。

图表47：中国高净值人群数量（2008-2019E）



图表48：近年部分中医药相关政策

公司	市值(亿元)	主要产品	目标人群数量
2016年2月	《中医药发展战略规划纲要(2016-2030年)》	国务院	中医药产业成为国民经济重要支柱
2016年8月	《中医药发展“十三五”规划》	国家中医药管理局	中医药的广覆盖
2016年10月	《“健康中国2030”规划纲要》	中共中央、国务院	中医药发展上升为国家战略
2017年1月	《中医药“一带一路”发展规划(2016-2020)》	国家中医药局、国家发改委	推动中医药标准化、出海
2017年10月	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	中共中央、国务院	支持中药传承和创新，优化审批
2017年12月	《中医药法》正式实施	国务院	法治角度为中医药提供保护
2018年6月	《古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定》	国家药监局	经典名方免报药效学研究及临床试验资料
2019年10月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院	推动中医药发展纲领性文件
2021年1月	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院	加快中医药发展具体措施
2021年5月	《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》	商务部、国家中医药局等7部门	推动中医药出海

# 展望2021H2：品牌中药迎来转机, 看好同仁堂、太极集团

## 品牌中药标的1: 同仁堂

- **个股看点:** 1) 经历蜂蜜事件、管理层更新, 产能转移至新生产基地、疫情影响后, 公司在20Q4恢复业绩增长并在21Q1延续良好趋势, 后续有望恢复两位数以上增长。2) 公司2019年底安宫牛黄丸提价、2020年打造“4+2”的业务板块模式、2021年整合同仁堂集团系统内部和外部资源, 从事医药电商, 显示出积极的改革变化, 经营有望改善。3) 公司的安宫牛黄丸、苏合香丸、紫雪散等产品入选《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》, 进一步提升产品认知度和认可度, 带动产品销售。
- **预期差&催化剂:** 1) 公司王牌产品众多, 此前因机制原因增长平淡, 如有机制改善, 将释放强劲增长动能。2) 公司拥有800多家同仁堂药店/中医馆终端, 营销改革+医药电商可能激活这些终端。3) 21年4月《北京市国企改革三年行动实施方案(2020-2022年)》发布, 如公司进行国企改革, 将是潜在的巨大机会。

## 品牌中药标的2: 太极集团

- **个股看点:** 1) 2019年以来的新任董事长上任与第一期员工持股计划的落地体现公司发展信心, 经营层面的拐点已经到来。2) 改成公司手握大量优质土地资产, 未来有望通过出售盘回现金(成都土地出售已公告), 降低财务成本并增厚业绩; 3) 优质资产亟待价值重估, 公司工业板块拥有藿香正气液、急支糖浆、通天口服液等知名独家品牌产品, 精麻类产品集群正在完善, 规模60亿+; 商业有川渝地区第一药房桐君阁大药房、太极大药房, 总体规模50亿+, 资产质低佳。4) 国药间接入主, 有望在公司品牌OTC、特色处方药、精麻产品线、流通及药店等多个业务层面产生协同效应。
- **预期差&催化剂:** 1) 公司的混改不仅仅是国药入主的股权变更, 后续公司将成为国药旗下核心中药平台, 得到国药赋能, 改革也将释放巨大潜能。2) 公司此前业绩不佳有历史原因和去年疫情影响, 后续21-22年业绩有望达3亿元, 6亿元, 估值提升空间大。

图表49: 同仁堂、太极集团盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2021 PE	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 2020A (亿元)	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 2020A (亿元)	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)
同仁堂	545.43	47	42	13.7%	11.2%	10.31	11.73	13.04	13.5%	9.6%	128.26	145.64	159.57
太极集团	99.63	33	16	357.1%	103.0%	0.66	3.02	6.13	18.9%	13.3%	112.08	133.24	150.97

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 同仁堂为Wind一致预期, 截止2021年6月1日)

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>



# 展望2021H2：眼科持续高景气，看好兴齐眼药、昊海生科

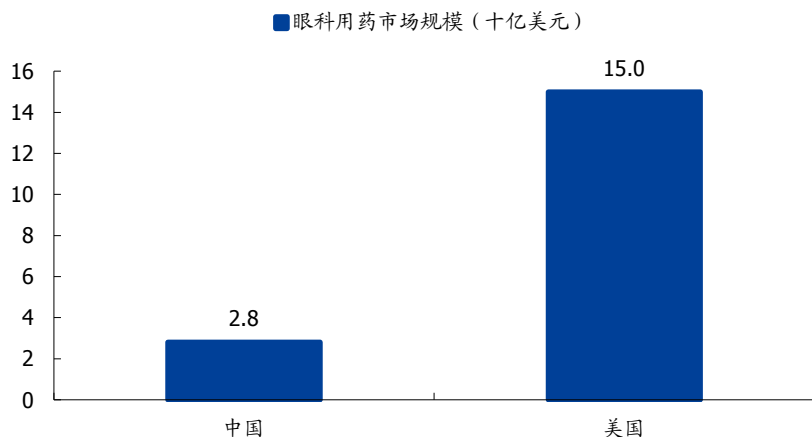
## ► 行业发展趋势&核心逻辑：

- **中国巨大的眼病人口红利为眼科市场奠定基础：**我国是全球眼病患者最多的国家，仅近视（约7亿），干眼症（约3亿），白内障（1.6亿）三大眼病患者人数就超过10亿（不考虑重叠发病）。目前我国部分眼病治疗方式和手段与国外相比仍存在较大差距，相比欧美国家，我国大多数眼科药物渗透率较低。
- **眼科整体市场规模达1700亿元，处于高景气快速增长期。**我国眼科市场2019年总体规模达1700亿元，其中眼科医疗市场1240亿，占比73%，眼科器械市场267亿元，占比16%，眼科用药市场193亿元，占比11%。眼科医疗市场2013-2018年复合增速14.72%，2014-2018眼科器械市场复合增速19.45%，眼科用药市场2015-2019年复合增速8%，2019-2030复合增速有望达17.8%。
- **供给侧改革将带动一批企业腾飞：**2019年我国眼科人均用药金额仅为美国的1/35。主要原因是我国眼科药品供给端与国际差距明显，在国内厂家通过自主研发/权益引进的方式增加潜力大单品供应之后，眼科用药市场可能出现类似于2017年疫苗领域因二类苗大单品供给侧变革造就的“大产品、大时代”。

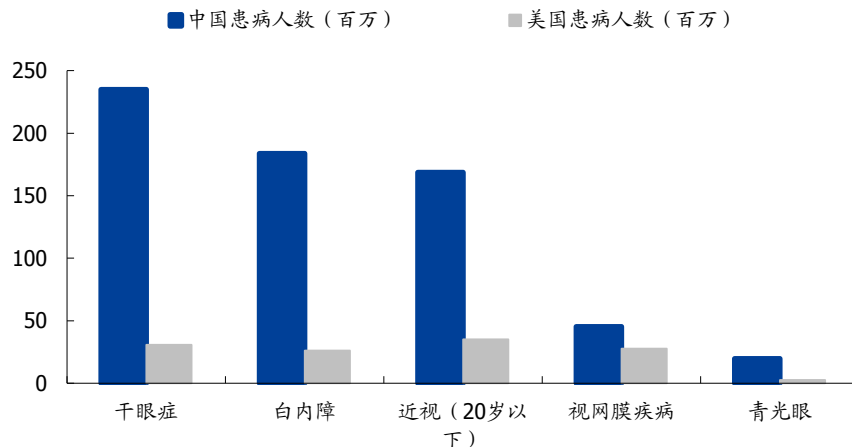
## ► 未来一年变化推演：

- 随着进入者增多，眼科黄金赛道会产生分化，投资需优中选优，近视防治（含手术、药品和器械）、眼底血管病药物、干眼症药物、民营眼科医院将成为未来10年眼科最具增长潜力的细分领域；
- 眼科药品市场会在2021年起加速增长；眼科器械向视光类、消费类产品倾斜；未来我们预计眼科有望诞生多个10亿+级别的大单品（药品、器械），潜力产品包括低浓度阿托品滴眼液、OK镜、ICL/PRL晶体、美瞳、离焦软镜等。

图表50： 2019年中美眼科用药市场规模对比



图表51： 2019年中美两国眼科疾病患病人数对比



# 展望2021H2：眼科持续高景气，看好兴齐眼药、昊海生科

## 眼科标的1：兴齐眼药

- **个股看点：**1) 低浓度阿托品院内制剂和环孢素滴眼液两大单品支撑业绩进入超高速增长期，3年复合增速接近100%，对应21/22年PE仅约51/29X，估值极具吸引力，业绩还可能超预期。2) 低浓度阿托品2.4类新药2个3期临床均已入组完成，2024年底有望获批上市，国内市场潜在销售空间超50亿元，国际空间广阔。公司DCF市值在170亿左右，上涨空间明显。
- **预期差&催化剂：**1) 公司定增已获批复，股价压制因素消除，股东结构优化，公司加速发展，股价开启新一轮增长。2) 环孢素和阿托品滴眼液院内制剂销售存在超预期可能性。

## 眼科标的2：昊海生科

- **个股看点：**1) 业绩反转，21年业绩预计为4.7亿，同比+102%，存在进一步超预期可能性，A股PE64X，H股仅28X（按两地股价和EPS计算），对标眼科和医美同行，性价比凸显。2) 公司眼科实现了人工晶体、视光材料、粘弹剂、PRL屈光晶体、OK镜、美瞳、周边离焦软镜、框架离焦镜、眼表药物及眼底创新器械布局，近两年新产品不断落地，在国内企业中处于领先地位。3) 医美实力大增，公司近两年通过自研+并购，建立起覆盖玻尿酸、光电设备、表皮生长因子和皮肤护理产品的多元化上市产品线，并拥有包括玻尿酸、水光注射剂、肉毒素及光电设备在内的众多研发管线，不输医美龙头企业。
- **预期差&催化剂：**1) 和亨泰合作的OK镜及框架离焦镜在贡献业务增量的同时，将加快公司渠道建设，为自研OK镜23年上市推广铺平道路。2) PRL晶体为国产独家，21-22年开始放量，有望抢占70亿成人近视手术屈光晶体市场。3) 三代医美玻尿酸上市叠加医美激光、射频类设备注入，医美业务将开启高增长。4) 美瞳比OK镜潜在市场更广阔，公司已有4张批文及2000万片产能，有望成新增长点。5) 公司虽有四大业务，但医美和眼科贡献利润的70%以上，占比还在提升，市场认知存在偏差。

图表52：兴齐眼药、昊海生科盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2021 PE	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 2020A (亿元)	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 2020A (亿元)	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)
兴齐眼药	129.30	70	40	110.3%	74.1%	0.88	1.85	3.22	55.1%	39.1%	6.89	10.68	14.86
昊海生科	261.88	56	41	102.1%	36.3%	2.30	4.65	6.34	47.3%	37.9%	13.32	19.63	27.07

# 展望2021H2：创新大单品带来大弹性，看好南新制药、前沿生物

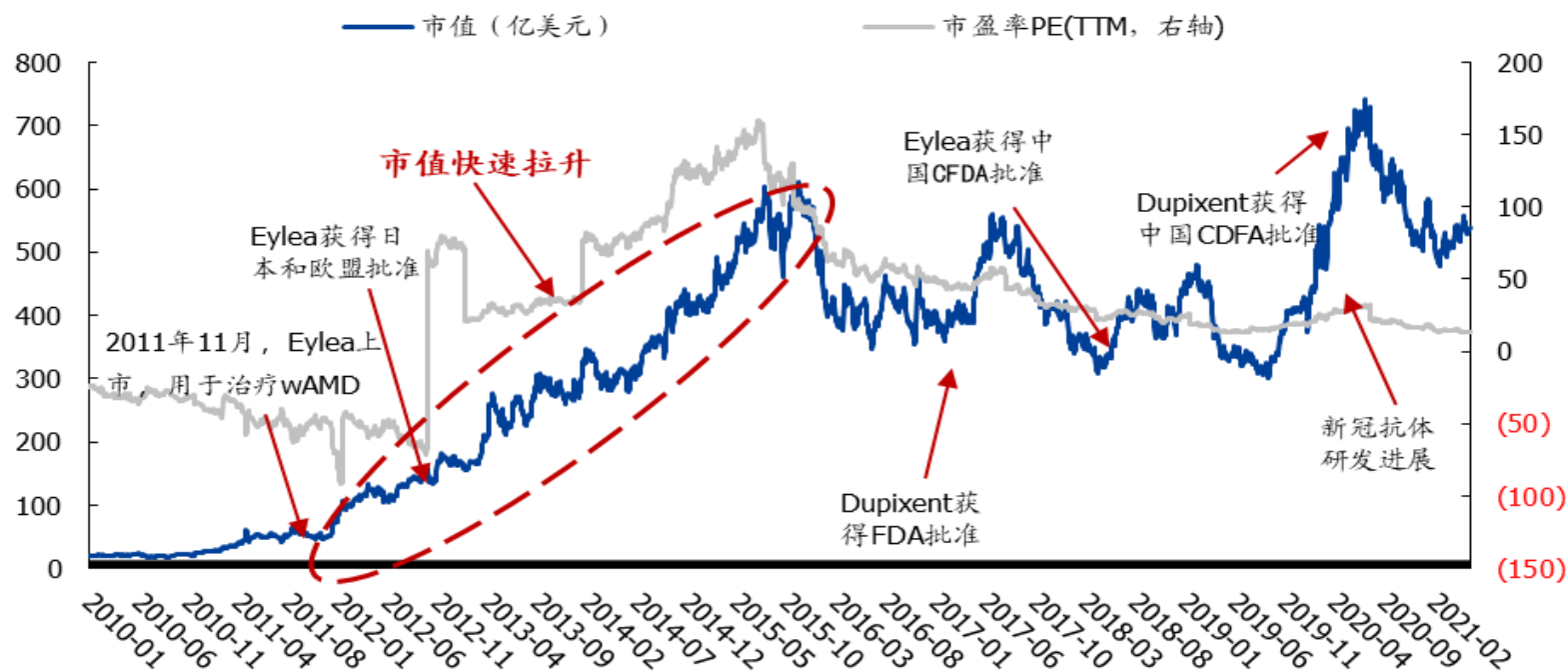
## ► 行业发展趋势&核心逻辑：

- 大单品获批能够带来确定性较高的高业绩弹性。大单品不但能够为公司打开业绩天花板，并且能够提供持续高速的业绩增长。由于大单品通常具有赛道空间大、竞争格局好、持续成长性强等特点，因此业绩确定性也较高。
- 大单品的进展拉动估值提升，市场通常在大品种获批之前就已经给了公司相应的估值。以再生元为例，我们复盘了再生元近年市值与估值走势，大单品获批及临床进展均明显拉升市值。

## ► 未来一年变化推演：

建议重点关注拥有大单品的中小市值标的。大单品获批及临床进展均有望拉升相应公司市值。且在当下的市场环境下，中小市值标的的弹性较大。

图表53：再生元复盘



# 展望2021H2：创新大单品带来大弹性，看好南新制药、前沿生物

## 创新大单品标的1：南新制药

- **个股看点：**公司手握1+2+X创新&消费级产品梯队极具看点。存量品种帕拉米韦注射液是唯一的抗流感注射剂，在疫情之下仍然表现出了54%增长，后续有望看到持续高速增长，销售峰值有望达到20-30亿；百亿狂犬单抗市场，缺口大、格局好，公司的狂犬单抗中美双报国际化质量，兼具创新+消费属性，峰值销售有望达到30-40亿；帕拉米韦吸入溶液是高壁垒剂型，有望成为全球首款，进攻居家用药市场，适用于流感+流感样症状，对标可威，峰值销售有望达到30-40亿。
- **预期差&催化剂：**1) 帕拉米韦注射液在后疫情时代有望持续放量；2) 狂犬单抗、帕拉米韦吸入溶液均有望于今年年底报产，明年获批；3) 兴盟生物收购逐步落地。

## 创新大单品标的2：前沿生物

- **个股看点：**艾滋病治疗药物艾可宁提供基本盘支撑，有望实现超高速增长（股权激励目标为未来三年0.8/3/10亿收入）；新冠治疗药物提供弹性，若能成功上市则有望成为超级大单品。1) 艾滋病治疗药物艾可宁优势明显，新进医保，有望快速放量；2) 布局艾可宁+广谱中和抗体3BNC117联合疗法，拟每2周~4周用药一次，具备改变艾滋病治疗模式的潜力；3) 股权激励制定业绩超高增长目标，公司未来三年业绩有望快速兑现；4) 布局新冠治疗新药提供弹性，已在美国启动I期临床，有望成为超级大单品。
- **预期差&催化剂：**1) 艾可宁随着今年各地医保政策落地，有望开启快速放量；2) 艾可宁与中和抗体联用方案具备改变艾滋病治疗模式的潜力，有望成为十亿美元级别大单品；3) 新冠治疗药物若能成功获批，则有望贡献巨大弹性。

图表54：南新制药、前沿生物盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2021 PE	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 2020A (亿元)	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 2020A (亿元)	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)
南新制药	71	38	25	41.4%	49.5%	1.33	1.88	2.81	32.3%	39.3%	10.88	14.39	20.04
前沿生物	87	-29	-29	-	-	-2.31	-2.99	-3.02	74.5%	273.2%	0.47	0.82	3.06

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind，国盛证券研究所（截止2021年6月1日）

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



# 展望2021H2：注射剂国际化海外产业布局逐渐成型，业绩持续兑现，首推普利健友

## ► 行业发展趋势&核心逻辑：

壁垒高+估值合理+国内增量。注射剂国际化是中国优质中型市值制药公司成长壮大的一条非常好的路径。注射剂国际化将市场扩展至海外，受政策扰动少；随着近年来注射剂ANDA的加速获批和产能的扩张，在产业端逐渐形成规模，伴随而来的是业绩的逐步兑现，同时估值也有可能扩张，重点推荐普利制药、健友股份。

(1) 壁垒高：注射剂cGMP壁垒+扩产周期5-6年。由于严格管制从每年市场短缺品种看注射剂占比极大。

(2) 良好的竞争格局：FDA一直以来对于无菌注射剂的研发和生产持高压态势。

(3) 美国注射剂药品价格相比国内优势明显：市场化定价。

## ► 未来一年变化推演：

产业逻辑进一步理顺，从ANDA获批到业绩兑现。从未来一年的维度来看，健友股份和普利制药注射剂ANDA有望加速获批，同时注射剂产能进一步释放，提升业绩增长确定性。

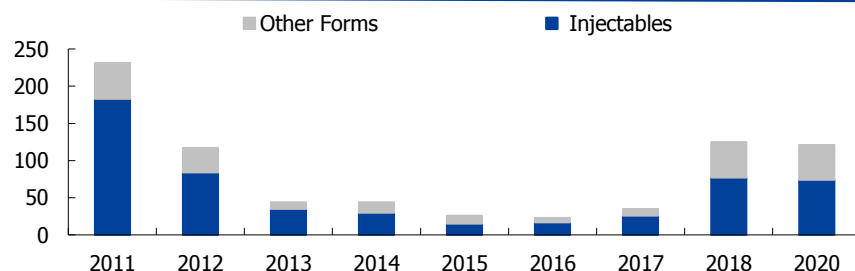
受益于国内注射剂一致性评价。4月15日，第五批国家集中采购品种公布，预计4月19日医疗机构启动报量，5月12日报送医保局，6月启动集采。第五批集采目录包括60个品种，207个品规，其中有30款注射剂纳入其中，整体医院市场规模超400亿元，是截至目前采购规模最大，产品数量最多的一次集采。第五轮集采涉及多个注射剂品种，国内注射剂格局将发生较大变化。已通过FDA认证的注射剂企业有望受益。

估值在医药板块内具备性价比。健友股份2021年预计10.6亿利润（31%增速），PE 35X；普利制药预计2021年5.6亿利润（32%增速），PE 41X。2021年PEG均小于1.3，考虑到未来三年复合30%的增速水平以及下半年估值切换，估值合理且性价比极高。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图表55：FDA统计历年药品短缺品种数量（2011-2020）



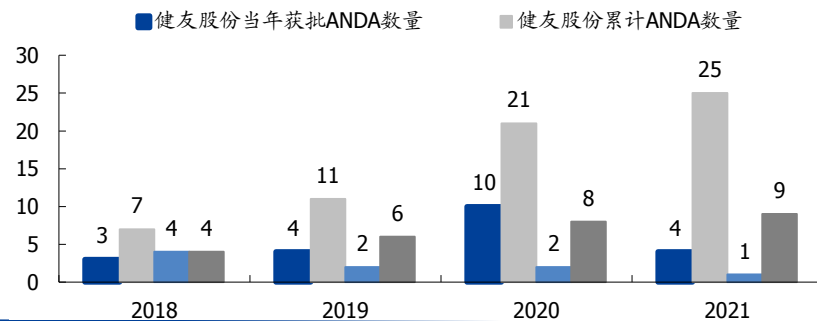
资料来源：FDA，国盛证券研究所

图表56：美国市场部分抗肿瘤注射剂仿制药价格对比

中文名称	美国规格	美国市场最低价 (\$/vial)	国内规格	中国生产企业	国内中标价 (¥/支)	美中价格比
盐酸柔红霉素	20mg/4ml	\$114.69	20mg	瀚晖制药	¥24.00	3197%
三氧化二砷	10mg/10ml	\$419.88	10mg	北京双鹭	¥133.45	2105%
奥沙利铂	50 mg	\$91.15	50mg	齐鲁制药	¥38.39	1588%
亚叶酸钙	100 mg	\$23.95	0.1g	江苏恒瑞	¥16.80	954%
培美曲塞二钠	500 mg	\$3,416.95	0.5g	四川汇宇	¥2,777	823%
醋酸亮丙瑞林	3.75 mg	\$1,284.70	3.75 mg	上海丽珠	¥1,303	660%

资料来源：FDA，WebMD，国盛证券研究所

图表57：健友股份、普利制药近年注射剂ANDA获批数量（截止2021.06.04）



资料来源：FDA，国盛证券研究所



# 展望2021H2：注射剂国际化海外产业布局逐渐成型，业绩持续兑现，首推普利健友

## 注射剂国际化标的1：健友股份

- **个股看点：**1) 注射剂国际化为政策免疫高成长赛道，健友是国内龙一，进入爆发期，未来几年注射剂国际化部分业绩有望维持50%高速增长。健友股份2020年已进入注射剂国际化业务爆发元年（23个美国注射剂ANDA，数量国内第一，后续每年10个以上ANDA获批）。在注射剂研发、生产及美国市场落地的全产业链业务构架下注射剂国际化业务将迎来业绩的持续爆发，海外注射剂维持50%高速增长。2) 肝素原料业务资源品属性凸显，健友股份受益于战略粗品库存，未来将在肝素原料和低分子肝素制剂端持续发力。3) 我们预计2021年10.6亿利润，30%以上增长，对应35X估值，未来三年复合业绩增速30%+确定性高，估值增速性价比极高。
- **预期差&催化剂：**1) 新ANDA的获批持续获批带来的注射剂制剂出口业绩高速增长。2) 国内注射剂集采中标，国内增量逻辑印证。3) 肝素原料订单价格变化、海外疫情的恢复情况和对肝素制剂的需求变化。

## 注射剂国际化标的2：普利制药

- **个股看点：**1) 海外国内业务均进入兑现期，业绩有望持续高增长。公司海外业务产能瓶颈已经解决，未来将随着ANDA不断获批，持续贡献增量利润。2) 国内的注射剂一致性评价持续推进，公司新获批品种将不断通过集采放量，贡献增量利润（阿奇霉素后续进入集采后，公司再无存量品种会受到集采影响，未来集采给公司带来的就是纯增量逻辑）。
- **预期差&催化剂：**1) 海外ANDA持续获批。2) 公司伏立康唑、万古霉素等品种去年完成产能转移，产能瓶颈解决后贡献一定增量，同时地氯雷他地片在德国获批也有一定增量。3) 国内注射剂集采中标，国内增量逻辑印证。左乙拉西坦、比伐芦定等新获批的注射剂品种集采中标，贡献纯增量；地氯雷他定片剂虽是存量品种，但集采中标后保持了较好的同比增长。公司已经从过去依赖于单一品种增长的情况逐步蜕变到增长多元化的状态，抗风险能力明显增强。

图表58：健友股份、普利制药盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2021 PE	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 2020A (亿元)	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 2020A (亿元)	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)
健友股份	372	35	27	31.5%	30.6%	8.1	10.6	13.8	31.7%	26.2%	29.2	38.4	48.4
普利制药	227	41	30	36.8%	35.1%	4.1	5.6	7.5	30.6%	38.5%	11.9	15.5	21.5

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

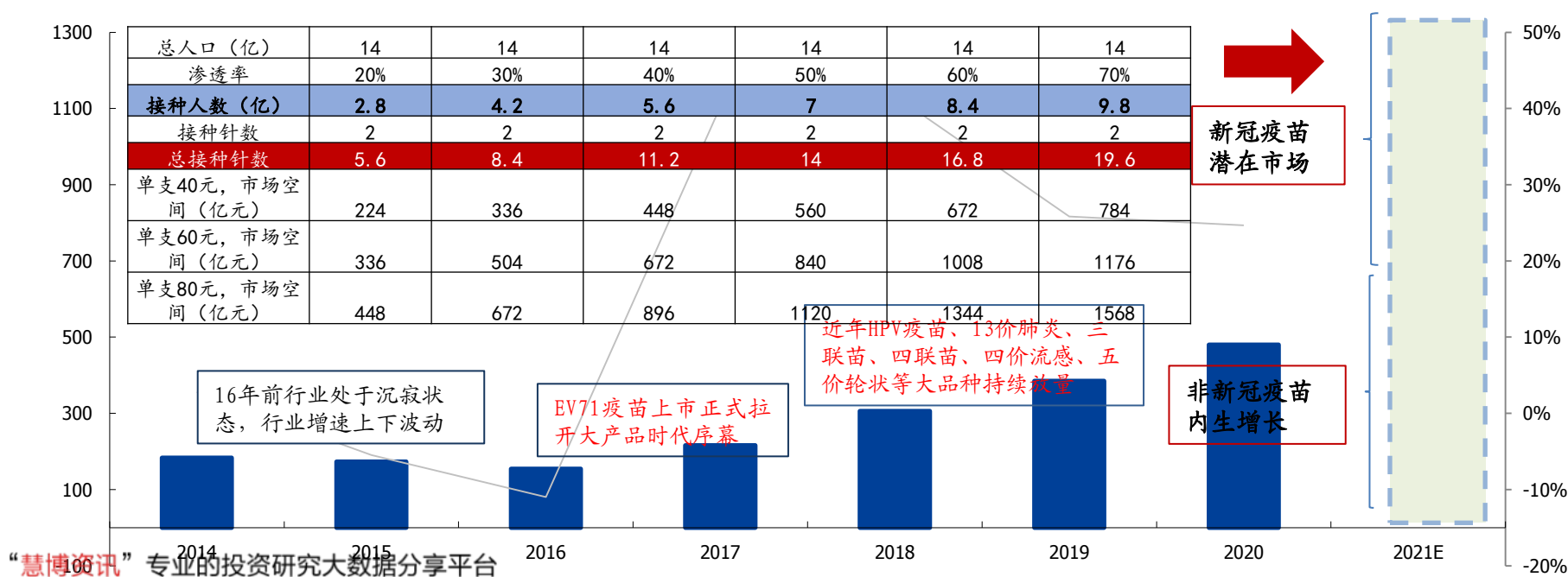
资料来源：Wind，国盛证券研究所（截止2021年6月1日）

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# 展望2021H2：疫苗大产品大时代继续，新冠疫苗提供爆发增量，首推智飞生物等

- **板块高景气推荐逻辑：**板块高景气度发展，疫苗产品放量快等特性，决定了相关企业业绩的也将保持快速增长。三重逻辑“大产品大时代（重磅产品驱动）+监管趋严下兼并重组趋势（集中化趋势，龙头受益）+疫情催化期权（疾控投入未来逐渐加大，部分品种接种率提升）”将驱动板块维持高景气。我们认为当前板块处在非常好的发展趋势当中，同时结合国内的人口红利，国内有望诞生一批大市值的疫苗企业。
- **新冠疫苗有望进一步提升行业景气度：**初步保守测算，仅按照国内市场单支60元、40%左右渗透率，21年行业规模有望翻倍，达到1200亿左右，实际有望超预期。全球对于新冠疫苗的需求将是一个巨大的市场。
- **板块催化：**关注预防性微卡审评的进展情况（智飞生物）、13价肺炎疫苗审评（康泰生物）及放量情况（沃森生物）、新冠疫苗的放量情况以及部分研发进展（智飞生物紧急使用放量、康希诺有条件批准放量、康泰生物灭活紧急使用放量、复星医药同辉瑞合作、沃森生物mRNA临床III期）等。

图表59：国内疫苗产值测算（亿元）及新冠疫苗国内市场测算情况



# 展望2021H2：疫苗大产品大时代继续，新冠疫苗提供爆发增量，首推智飞生物等

## 疫苗企业潜在催化：

- **核心首推，智飞生物：**业绩高速增长估值性价比高（我们预计21年同比增长42%）+新冠疫苗潜在大市场增量（重组蛋白紧急使用，具有产业化、运输存储等优势）+研发管线估值重塑逻辑（预防性微卡近期有望获批，23价肺炎、二倍体狂犬、四价流感、冻干三联苗处于III期，有望年内申报生产，15价肺炎处于临床III期，有望21年-22年申报生产，另有多个重磅产品I、II期已形成梯队）
- **康希诺：**资深研发团队+新冠疫苗潜在大市场增量（腺病毒载体获批，吸入剂型研发推进中）+研发管线逐渐兑现（MCV2+MCV4有望年内获批+13价肺炎临床III期+多个创新产品临床进行中）
- **康泰生物：**研发管线体现核心价值+新冠灭活疫苗放量+管线中二倍体狂苗和13价肺炎申报推进+四联苗型放量情况
- **万泰生物：**IVD板块快速发展+二价HPV放量明显+九价HPV临床研发进度领先+背靠厦门大学研发资源丰富
- **沃森生物：**13价肺炎疫苗放量+mRNA疫苗临床III期推进+国际化发展方向
- **康华生物：**二倍体狂苗渗透率提升+宠物疫苗加速布局有望推向市场+研发管线持续推进

图表60：疫苗企业盈利预测(截至5月31日)

上市公司	最新市值 (亿元)	2021 PE	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 2020A (亿元)	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 2020A (亿元)	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)
智飞生物	3,123	66.4	50.1	42.40%	32.50%	33.01	47.01	62.29	39.40%	28.60%	151.9	211.79	272.29
康希诺	1,400	21.1	10.0	-	110.68%	-3.97	66.22	139.51	67844.00%	89.60%	0.25	169.12	320.7
康泰生物	1,224	105.8	62.6	70.40%	69.06%	6.79	11.57	19.56	18.90%	13.30%	112.08	133.24	150.97
万泰生物	1,378	110.4	77.2	84.34%	43.11%	6.77	12.48	17.86	68.82%	35.53%	23.55	39.75	53.87
沃森生物	1,099	70.8	53.2	54.74%	33.05%	10.03	15.52	20.65	74.58%	34.38%	29.39	51.31	68.95
康华生物	1,099	70.8	53.2	54.74%	33.05%	10.03	15.52	20.65	74.58%	34.38%	29.39	51.31	68.95
康泰生物	1,224	105.8	62.6	70.40%	69.06%	6.79	11.57	19.56	18.90%	13.30%	112.08	133.24	150.97

资料来源：wind，国盛证券研究所（康泰生物、万泰生物、沃森生物为wind一致性预期，智飞生物和康泰生物不包含新冠预测）

点击进入 <http://www.innbor.com.cn>

# 后大：布局高增速政策免疫核心资产

- **政策免疫是医药投资的优选方向：**医保控费是长期的大方向，在药品（已历经四次集采，预计于2021年下半年开启第五次集采）和高值耗材（心脏支架、骨科、眼科等）集采常态化背景下，政策免疫品种竞争格局较好，盈利水平较优，是长期投资布局的战略品种。
- **细分龙头业绩确定性强，长逻辑会驱动核心资产估值继续扩张：**医药行业正在经历由药监局主导的供给侧改革与医保局主导的支付端变革下的行业淘汰赛，在产业变革阶段，龙头企业业绩确定性高。从长维度大空间逻辑来看，龙头企业更有希望兑现业绩的钱，估值贵是有道理的；从流动性角度看，市场有担忧，所以流动性落地，长逻辑会驱动核心资产估值继续扩张。
- **建议重点关注：**疫苗龙头：智飞生物、康希诺；CXO龙头：康龙化成、凯莱英、药明康德、泰格医药；医疗服务龙头：爱尔眼科、通策医疗；药械龙头：迈瑞医疗、恒瑞医药；消费医疗龙头长春高新等。

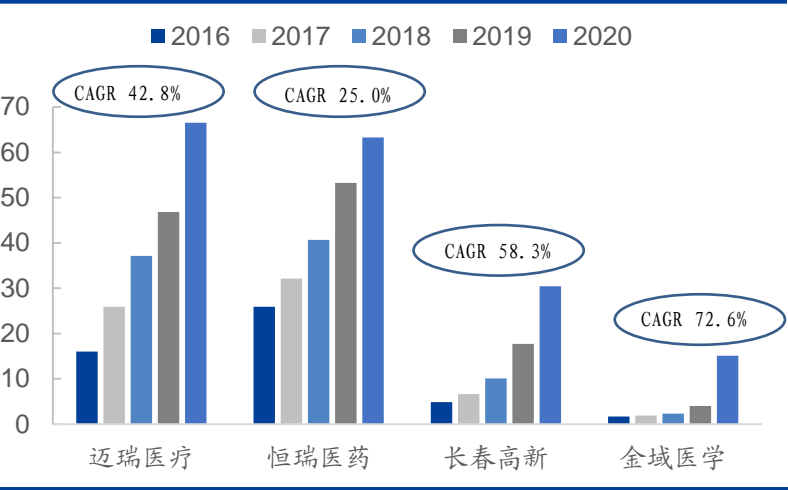
图表62：各细分领域重点公司盈利预测与估值

证券代码	企业	市值（亿元）	归母净利润（百万元）			三年CAGR(%)	PE		
			2021	2022	2023		2021	2022	2023
300122.SZ	智飞生物	2,944	4,701	6,229	8,113	31%	63	47	36
688185.SH	康希诺-U	997	6,622	13,951	18,727	68%	15	7	5
300759.SZ	康龙化成	1,402	1,429	1,874	2,487	32%	98	75	56
002821.SZ	凯莱英	908	999	1,346	1,771	33%	91	67	51
603259.SH	药明康德	4,208	3,975	5,143	6,705	30%	106	82	63
300347.SZ	泰格医药	1,529	2,078	2,430	2,880	18%	74	63	53
300015.SZ	爱尔眼科	3,507	2,337	3,114	4,132	33%	150	113	85
600763.SH	通策医疗	1,167	711	948	1,250	33%	164	123	93
300760.SZ	迈瑞医疗	5,872	8,162	9,948	12,069	22%	72	59	49
600276.SH	恒瑞医药	4,497	7,625	9,494	11,635	24%	59	47	39
000661.SZ	长春高新	1,802	4,128	5,235	6,486	25%	44	34	28

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind，国盛证券研究所  
注：迈瑞医疗2021-2023年归母净利润取自wind一致预期；其余企业2021-2023年归母净利润均来自国盛证券预测数据，截至2021.06.02

图表61：细分龙头业绩增长更具确定性（归母净利润：亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 风险提示:

- **控费政策持续超预期:** 由于医保基金的压力,可能会有持续的控费政策发布
- **行业增速不及预期:** 部分板块及产品竞争格局恶化,以及负向政策的扰动,导致增速不及预期



## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。



# Thank You



**国盛证券**

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>