

# 板块风格切换，布局“低估值+高景气”

## ——医药生物行业2022年1月投资策略

行业研究·行业投资策略

医药生物

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

证券分析师：朱寒青

0755-81981837

zhuhanqing@guosen.com.cn

S0980519070002

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：马千里

010-88005445

maqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

联系人：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

# 报告摘要：板块风格切换，布局“低估值+高景气”

- **12月医药行业表现偏弱，板块风格切换明显，中药、商业领涨医药板块。**医药行业在2021年12月份整体上涨1.85%，跑输大盘，在所有申万一级行业中表现属中下游。板块内部风格切换明显：政策支持加强、基本面优异、估值合理的中药板块强势领涨、低估值的医药商业子板块也有优异表现；另一方面，估值较高的医疗服务、生物制品子板块领跌。医药生物整体估值水平已充分回调，当前PE（TTM）为34X，处于近5年历史分位点的约23%。
- **中药：政策支持力度持续加大，把握板块低估值下的顺周期投资机会。**中医药产业地位持续提升，2021年以来多项鼓励中药发展的政策相继出台，开启板块新一轮政策景气周期。21年底，国家医疗保障局、国家中医药管理局发布《关于支持中药传承创新的指导意见》，意见从多个方面进行指导，进一步加大中医药医保支付保障。**我们认为，应重点关注三类标的：1）扩容细分赛道。**资源属性铸就政策避风港，药食同源拓展市场需求，标准放开加速行业发展，中药配方颗粒行业有望迎来行业扩容期。看好拥有上游种植（养殖）资源、标准高、布局早的中药配方颗粒生产企业；**2）回归药品属性，产品疗效确切、具备持续出新能力的优质企业。**疗效至上，临床循证是王道，看好产品经循证医学充分验证、得到医生群体认可的优秀中药企业；**3）消费属性标的。**支付能力强，医保政策影响小。单价低，作用广，品牌OTC深入人心，看好产品占领消费者心智、格局稳定、长期积累下拥有良好品牌形象的OTC龙头企业。
- **创新药、CXO：关注回调充分、且具备全球创新能力的优质公司。**2022年1月，新版医保目录落地执行，医保支付水平基本明晰。医保谈判常态化后，创新药可通过进入医保而迅速实现商业化。国内头部创新药企业已经逐渐从biotech向biopharma转变，其商业化能力已得到一定验证；同时，创新药研发管线中的分子具备差异化、全球BIC/FIC潜力，且有海外商业化前景的公司也值得重点关注。另一方面，作为研发、生产的“卖水人”，CXO的核心关键所用在于高效、低成本地帮助药企加快研发及生产效率，本土CXO正加快国际化布局，在海外各地布局建设研发及生产基地，加速“本地化”进程；当前行业景气度不减。近期，受到国际形势、市场风格变化等多方面的影响，创新药、CXO板块出现了较大幅度的调整；我们认为，全球化的创新仍是医药行业的主线，推荐关注回调充分、且具备全球创新能力的优质公司。
- **投资建议：政策支持，中药迎投资机遇；回调充分，创新遇布局良机。**当前医药板块估值处于安全位置，板块内风格切换明显。我们建议把握政策支持加大、基本面优秀、估值合理的中药板块，同时布局回调充分、且具备全球创新能力的优质公司。**1月策略投资组合为A股：恒瑞医药、药明康德、迈瑞医疗、华大基因、迪安诊断、以岭药业、华润三九、天坛生物；港股：药明生物、金斯瑞生物科技、中国中药、康诺亚、先健科技。**
- **风险提示：**创新产品研发失败或进度慢于预期；药品、器械、服务领域降价或政策严格超预期；新冠疫情反复超预期影响国内外需求。

表：国信医药2022年1月策略组合

|      | 代码      | 公司简称    | 股价<br>21/12/31 | 总市值<br>亿元/港元 | EPS   |       |       |       | PE    |       |      |      | ROE<br>20A | PEG<br>21E | 投资<br>评级 |
|------|---------|---------|----------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------------|------------|----------|
|      |         |         |                |              | 20A   | 21E   | 22E   | 23E   | 20A   | 21E   | 22E  | 23E  |            |            |          |
| A股组合 | 600276  | 恒瑞医药    | 50.71          | 3,243        | 0.99  | 1.02  | 1.15  | 1.40  | 51.3  | 49.8  | 44.0 | 36.1 | 21.6%      | 4.0        | 买入       |
|      | 603259  | 药明康德    | 118.58         | 3505         | 1.00  | 1.34  | 1.82  | 2.43  | 118.6 | 88.5  | 65.2 | 48.8 | 11.9       | 2.6        | 买入       |
|      | 300760  | 迈瑞医疗    | 380.80         | 4629         | 5.48  | 6.60  | 7.95  | 9.69  | 69.5  | 57.7  | 47.9 | 39.3 | 31.2       | 2.8        | 买入       |
|      | 300244  | 迪安诊断    | 33.57          | 208          | 1.29  | 1.96  | 2.07  | 2.37  | 25.9  | 17.1  | 16.2 | 14.1 | 17.0       | 0.8        | 买入       |
|      | 300676  | 华大基因    | 87.80          | 363          | 5.05  | 4.29  | 3.52  | 3.09  | 17.4  | 20.5  | 24.9 | 28.4 | 40.1       | -1.4       | 买入       |
|      | 002603  | 以岭药业    | 19.60          | 327          | 0.73  | 1.33  | 1.55  | 1.81  | 26.9  | 14.7  | 12.6 | 10.8 | 14.5       | 0.4        | 买入       |
|      | 000999  | 华润三九    | 34.24          | 335          | 1.63  | 2.02  | 2.29  | 2.60  | 21.0  | 16.9  | 15.0 | 13.1 | 12.2       | 1.0        | 买入       |
|      | 600161  | 天坛生物    | 28.96          | 398          | 0.47  | 0.55  | 0.70  | 0.89  | 62.2  | 53.1  | 41.4 | 32.6 | 14.8%      | 2.2        | 买入       |
| 港股组合 | 2269.HK | 药明生物    | 92.55          | 3942         | 0.40  | 0.74  | 1.04  | 1.46  | 233.4 | 125.6 | 89.4 | 63.2 | 7.2        | 2.3        | 买入       |
|      | 1548.HK | 金斯瑞生物科技 | 34.50          | 726          | -0.01 | -0.11 | -0.10 | -0.09 | -     | -     | -    | -    | -          | -          | 买入       |
|      | 0570.HK | 中国中药    | 5.17           | 260          | 0.33  | 0.41  | 0.50  | 0.59  | 13.0  | 10.6  | 8.6  | 7.3  | 9.6        | 0.5        | 买入       |
|      | 2162.HK | 康诺亚-B   | 34.50          | 97           | -2.93 | -1.65 | -1.89 | -2.25 | -     | -     | -    | -    | -          | -          | 买入       |
|      | 1302.HK | 先健科技    | 3.66           | 169          | 0.05  | 0.08  | 0.10  | 0.12  | 65.4  | 40.3  | 31.6 | 24.9 | 9.2        | 1.1        | 买入       |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测。港股股价、市值单位为港元。

# 医药宏观数据：继续保持稳定增长

- **生产端**：2021年1-11月医药制造业工业增加值累计同比增长26.9%，21年四季度以来增速逐月小幅放缓。
- **需求端**：2021年1-11月的社零总额39.95万亿元，累计同比增长13.7%，比1-10月增速略有下降；限额以上中西药品类零售总额5220亿元，累计同比增长9.9%。
- **支付端**：2021年1-10月职工医保支出累计同比增长14.4%，居民医保支出累计同比增长14.4%，增速略有下降。

**表：医药生产端和需求端宏观数据**

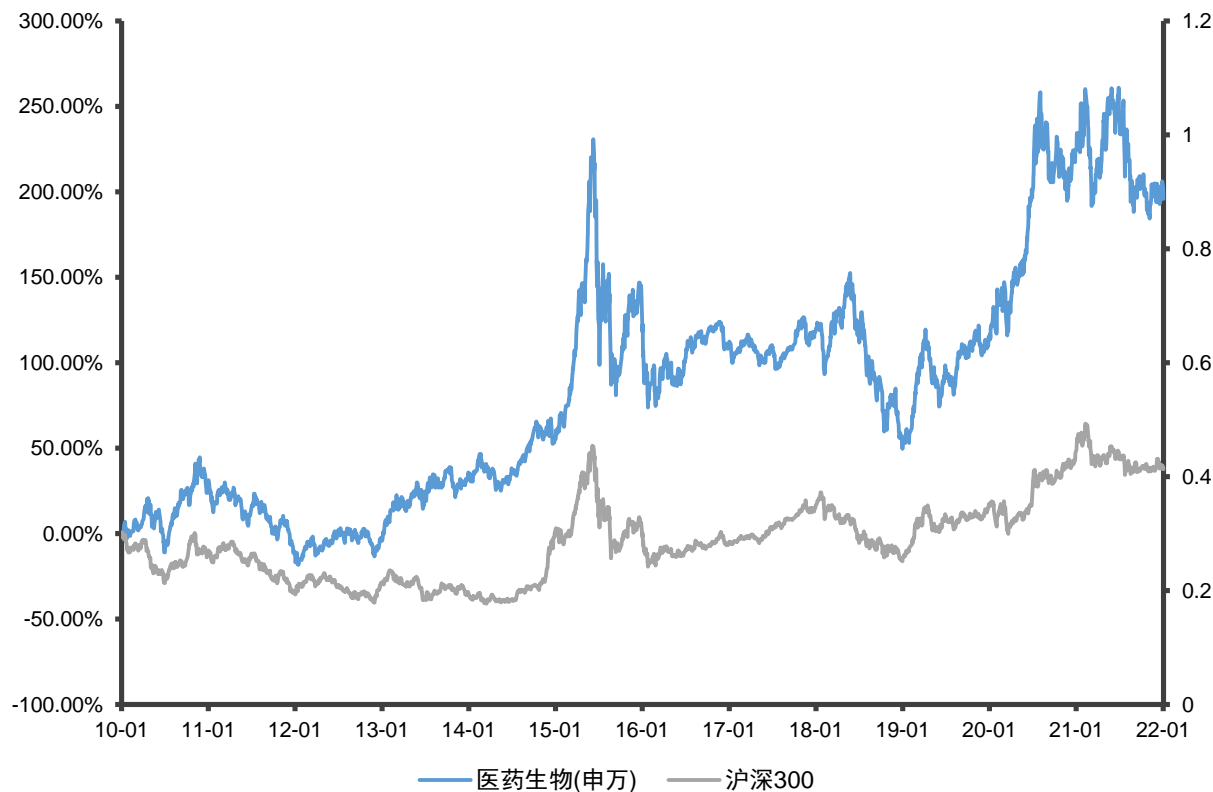
| 类别     | 期间             | 指标        | 单位 | 累计金额    | 累计同比(%) |
|--------|----------------|-----------|----|---------|---------|
| 医药制造业  | 1-11月          | 工业增加值     | 亿元 | -       | 26.9%   |
|        | 1-11月          | 营业收入      | 亿元 | 26,0914 | 20.9%   |
|        |                | 利润总额      | 亿元 | 5,430   | 70.8%   |
| 社会零售总额 | 1-11月          | 总计        | 亿元 | 399,554 | 13.7%   |
|        |                | 限额以上中西药品类 | 亿元 | 5,220   | 9.9%    |
| 消费与收入  | 1-9月<br>(季度数据) | 人均可支配收入   | 元  | 26,265  | 10.4%   |
|        |                | 人均消费支出    | 元  | 17,275  | 15.8%   |
|        |                | 人均医疗保健支出  | 元  | 1,557   | 16.4%   |
| 医保基金   | 1-10月          | 职工医保支出    | 亿元 | 11,795  | 14.4%   |
|        |                | 居民医保支出    | 亿元 | 7,217   | 14.4%   |

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

# 股价复盘：12月医药板块跑输大盘，行业景气度偏低

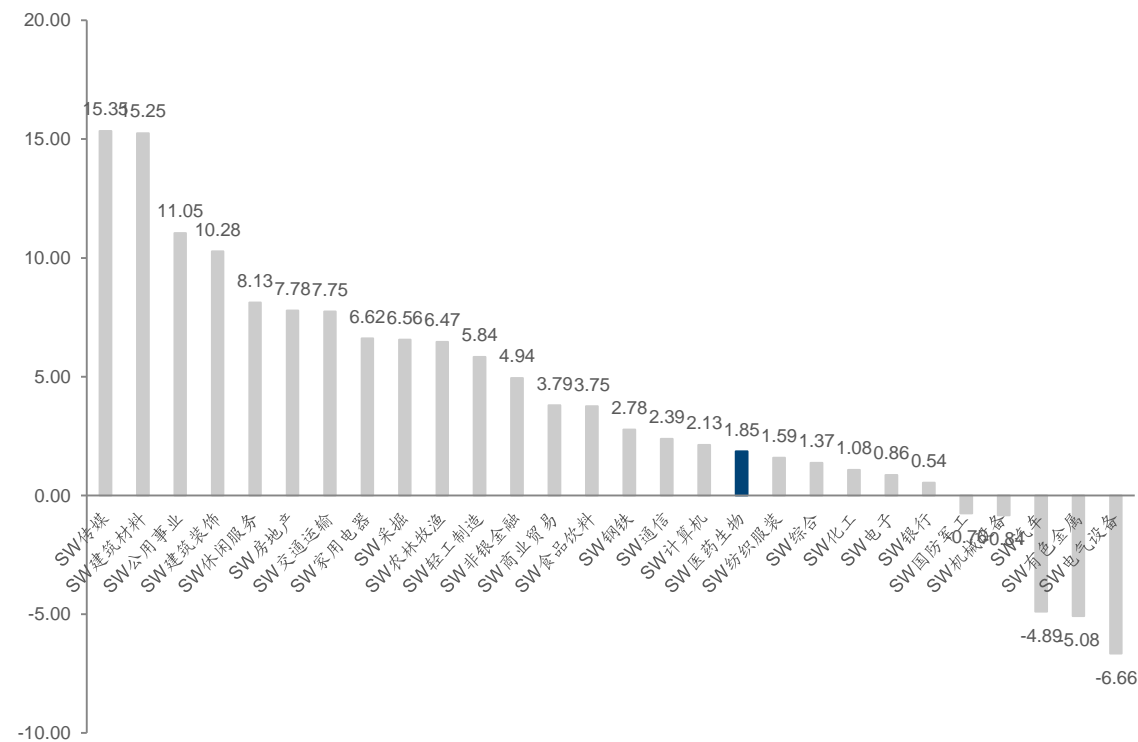
■ 医药行业在12月份整体上涨1.85%，跑输大盘，在所有申万一级行业中表现偏下，弱于传媒、建筑等高景气度板块。

图：医药生物板块2010年初至今整体走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2021-12-31

图：申万一级行业2021年12月份涨跌幅（总市值加权平均，%）

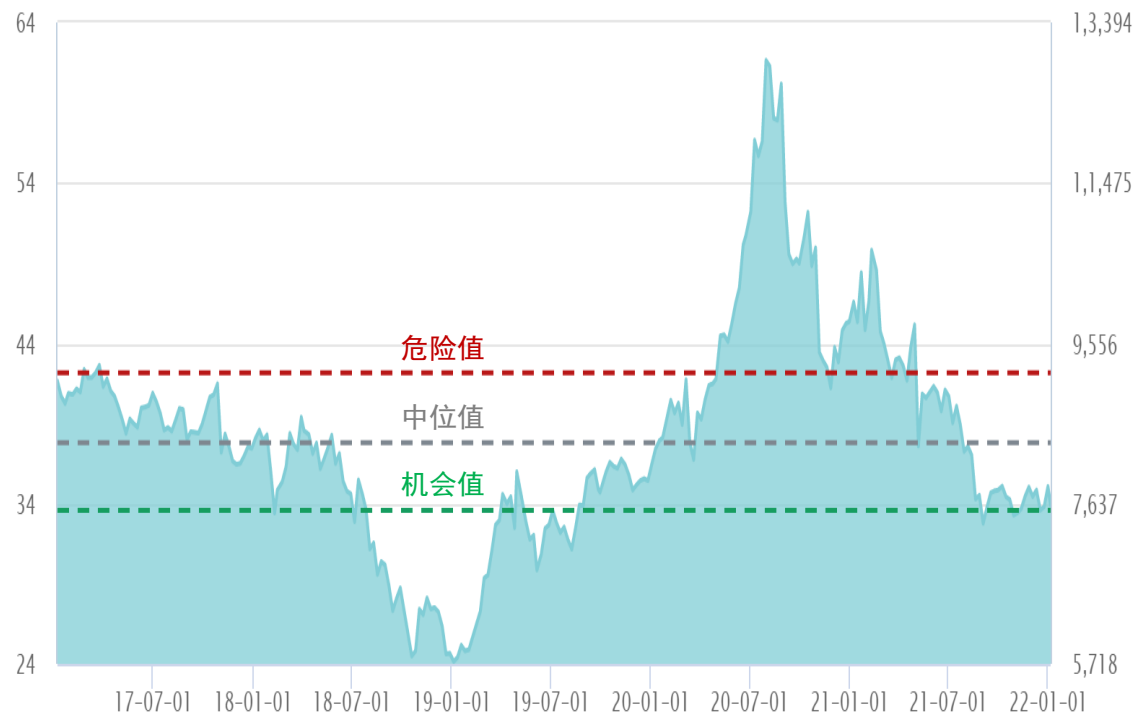


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2021-12-31

# 医药生物行业估值充分回调，处于近五年分位点的25%以下

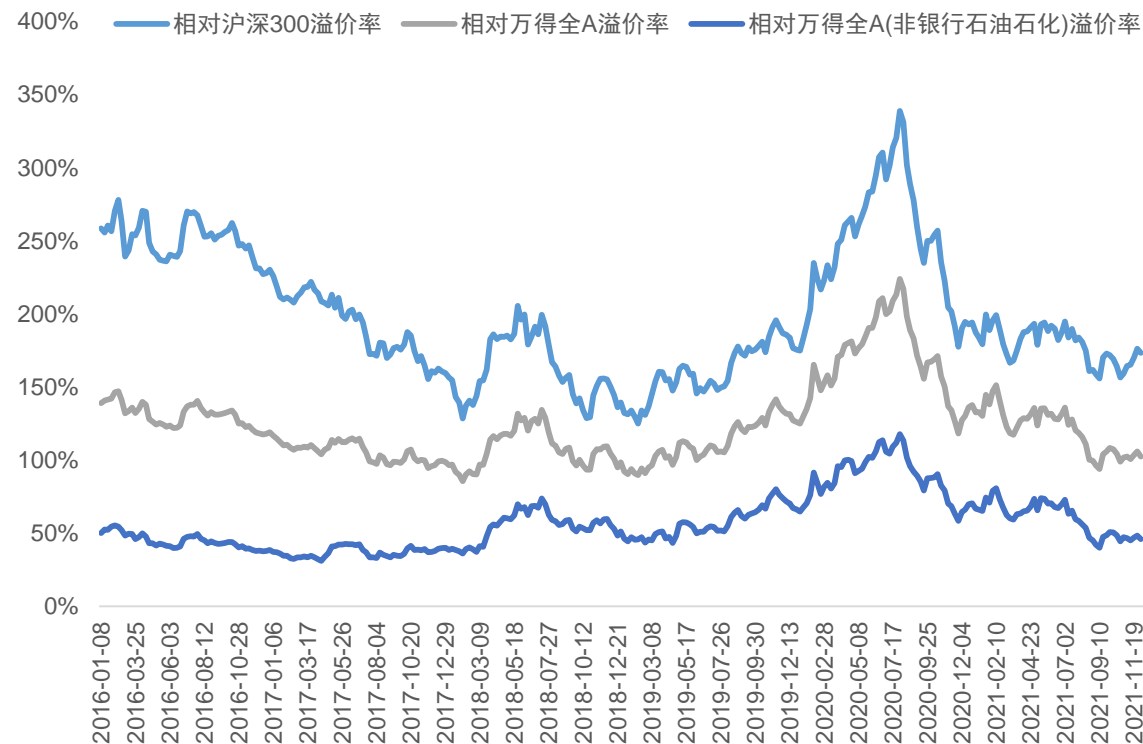
- 医药生物（申万）的整体估值水平已充分回调，当前PE（TTM）为34X，处于近5年历史分位点的23%。
- 医药板块相对沪深300以及万得全A的溢价率水平也已回到近5年的低位。

图：医药生物（申万）行业近5年PE（TTM）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：医药生物（申万）行业近5年估值溢价率

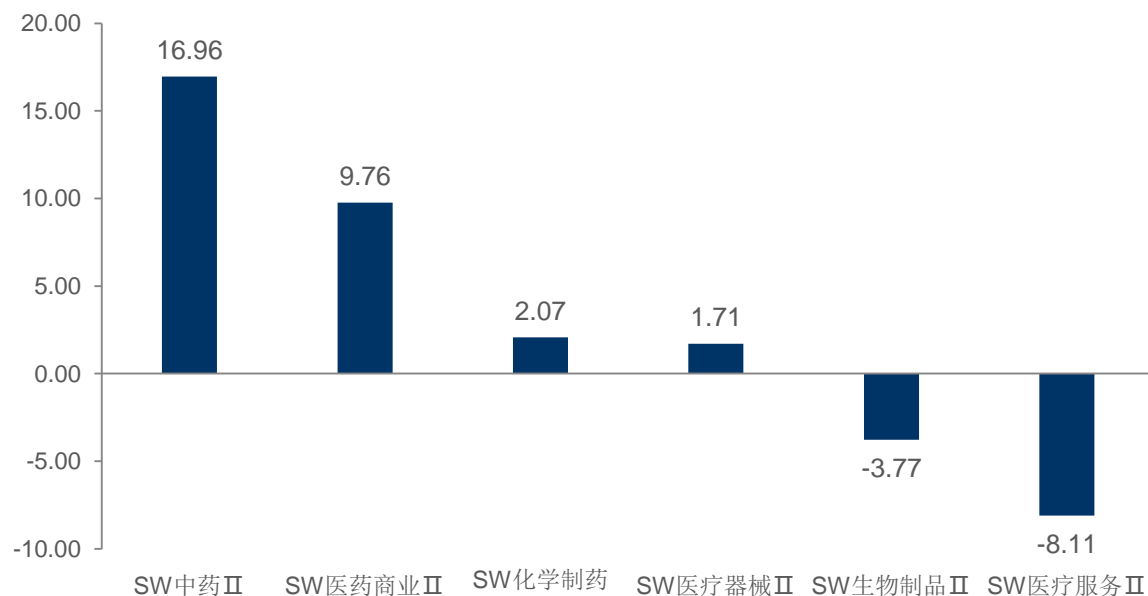


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 医疗服务子板块回调幅度大，中药板块表现优异

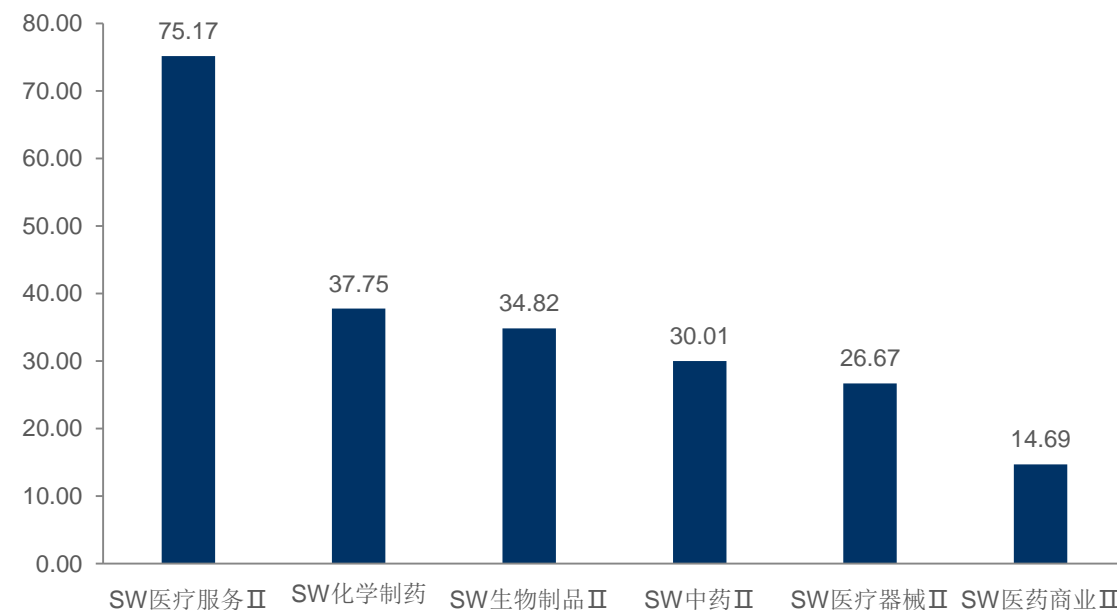
- 分子板块来看，中药上涨16.96%，医药商业上涨9.76%，化学制药上涨2.07%，医疗器械上涨1.71%，生物制品下跌3.77%，医疗服务下跌8.11%。中药板块受多项利好政策出台推动，涨幅较大。医药商业板块药店相关标的低位回涨。医疗服务板块整体估值偏高，PE（TTM）达75X，龙头公司在去年同期高基数情况下业绩表现增速较低，市场较为敏感；中药板块受多项医改政策支持、整体估值仍在合理区间，板块体现相对收益。

图：医药生物（申万）各子板块12月以来涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：医药生物（申万）各子板块PE（TTM，剔除负值）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [ **01** ] 医药行业近期动态
- [ **02** ] 新冠疫情追踪
- [ **03** ] 细分板块观点
- [ **04** ] 近期重点报告回顾



- 从“中西结合”到“中西并重”，中医药产业重要地位持续提升。党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央把中医药工作摆在突出位置，中医药改革发展取得显著成绩。从2016年《中医药发展战略规划纲要》的出台到2017年《中国中医药法》首次将“中西并重”列入发展方针，到2019年习近平总书记在全国中医药大会发表重要指示——“要遵循中医药发展规律，传承精华，守正创新，加快推进中医药现代化、产业化，坚持中西医并重，推动中医药和西医药相互补充、协调发展，推动中医药事业和产业高质量发展，推动中医药走向世界，充分发挥中医药防病治病的独特优势和作用，为建设健康中国、实现中华民族伟大复兴的中国梦贡献力量”，中医药重要地位持续提升，尤其今年年初以来，《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施》等多项鼓励中药发展的政策出台，开启板块新一轮政策景气周期。

图：多项鼓励中药发展的政策出台



资料来源：国务院、国家药监局、国家中医药管理局、国家医保局，国信证券经济研究所整理

# 提高中医药产业发展活力为大势所趋

■ 《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》：提高中医药产业发展活力。新冠肺炎疫情发生后，中医药全面参与疫情防控救治，作出了重要贡献，但仍然一定程度存在高质量供给不够、人才总量不足、创新体系不完善、发展特色不突出等问题。在此背景下，国务院办公厅发布《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》（以下简称《措施》），以进一步落实《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》和全国中医药大会部署，更好发挥中医药特色和比较优势，推动中医药和西医药相互补充、协调发展。《措施》拟在人才基础、产业活力、发展动力、中西医结合制度、重大工程、发展效益、发展环境七大方面进行改革，提出了28条政策举措。

表：《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》重点内容

| 七大方面    | 举措            | 细节举例   |
|---------|---------------|--|
| 人才基础    | 提高中医药教育整体水平   | <ul style="list-style-type: none"> <li>建立以中医药课程为主线、先中后西的中医药类专业课程体系</li> <li>强化中医思维培养和中医临床技能培训，并作为学生学业评价主要内容</li> <li>布局建设100个左右中医药类一流本科专业建设点</li> </ul>  |
|         | 坚持发展中医药师承教育   | <ul style="list-style-type: none"> <li>绩效工资分配对承担带徒任务的中医医师适当倾斜</li> <li>符合条件的全国老中医药专家、学术经验继承人以医古文替代外语作为同等学力申请中医专业学位考试科目</li> </ul>  |
|         | 加强中医药人才评价和激励  | <ul style="list-style-type: none"> <li>将中医药学才能、医德医风作为中医药人才的主要评价标准，将会看病、看好病作为中医医师的主要评价内容</li> <li>在院士评选、国家重大人才工程等高层次人才评选中，探索中医药人才单列计划、单独评价</li> </ul>   |
| 发展活力    | 优化中药审评审批管理    | <ul style="list-style-type: none"> <li>加快推进中药审评审批机制改革</li> </ul>   |
|         | 完善中药分类注册管理    | <ul style="list-style-type: none"> <li>优化具有人用经验的中药新药审评审批，研究依法依规实施豁免非临床安全性研究及部分临床试验的管理机制</li> <li>建立中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”中药注册审评证据体系，探索建立中药真实世界研究证据体系</li> <li>优化古代经典名方中药复方制剂注册审批</li> </ul>                            |
| 发展动力    | 保障落实政府投入      | <ul style="list-style-type: none"> <li>落实对公立中医医院政府投入政策</li> <li>支持通过地方政府专项债券等渠道，推进符合条件的公立中医医院建设项目</li> </ul>   |
|         | 创新中西医结合医疗模式   | <ul style="list-style-type: none"> <li>将中西医结合工作成效纳入医院等级评审和绩效考核</li> <li>对临床医师开展中医药专业知识轮训</li> </ul>  |
| 中西医结合制度 | 健全中西医协同疫病防治机制 |  |
|         | 完善西医学习中医制度    | <ul style="list-style-type: none"> <li>将中医药课程列为本科临床医学类专业必修课和毕业实习内容</li> <li>临床、口腔、公共卫生类别医师接受必要的中医药继续教育</li> <li>开展重大疑难疾病、传染病、慢性病等中西医联合攻关</li> <li>建立中西医结合临床疗效评价标准，遴选形成优势病种目录</li> <li>5年形成100个左右中西医结合诊疗方案</li> </ul> |
| 重大工程    | 提高中西医结合临床研究水平 |  |
|         | 实施中医药特色人才培养工程 | <ul style="list-style-type: none"> <li>国医大师、全国名中医；岐黄学者、中医药优秀人才、中医药骨干人才</li> </ul>  |
|         | 加强中医医疗服务体系建设  | <ul style="list-style-type: none"> <li>共建一批中医（含中西医结合）方向的国家医学中心和区域医疗中心</li> </ul>   |
|         | 加强中医药科研平台建设   | <ul style="list-style-type: none"> <li>中医重点领域生物安全三级实验室、国家重点实验室及中医临床医学研究中心建设</li> </ul>   |
|         | 实施道地中药材提升工程   | <ul style="list-style-type: none"> <li>标准化、溯源化、可评估化</li> </ul>   |

资料来源：国务院办公厅《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》，国信证券经济研究所整理

# 《关于支持中药传承创新发展的指导意见》：加大中医药医保支付保障



2021年12月30日，国家医疗保障局、国家中医药管理局发布《关于支持中药传承创新发展的指导意见》。为贯彻落实《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》及《国务院办公厅关于加快中医药特色发展的若干政策措施》等文件要求，充分发挥医疗保障制度优势，支持中医药传承创新发展，更好满足人民群众对中医药服务的需求，国家医疗保障局、国家中医药管理局发布《关于支持中药传承创新发展的指导意见》，意见从多个方面进行指导，进一步加大中医药医保支付保障：

## ■ 医保定点纳入

- ✓ **将符合条件的中医医药机构纳入医保定点。**包括中医（含中西医结合、少数民族医）医疗机构，中药零售药店，基层医疗机构和康复医院、安宁疗护中心、护理员以及养老机构内设中医医疗机构纳入医保定点管理，同时，互联网+中医医疗机构提供的“互联网+”中医药服务纳入医保支付范围。
- ✓ **国信医药观点：**针对中医药服务扩大医保定点范围，将促进中医药全终端发展，特别是基层医疗和与老龄化深化密切相关的医疗机构，有助于扩大中医药全终端布局发展，推动优质中医药医疗资源下沉到基层医疗卫生机构，提升基层中医药服务能力，未来将加速基层中医药市场发展。

## ■ 中医药服务价格管理

- ✓ 突出传承与创新，简化价格项目审核流程，建立动态调价机制；**中药饮片保留25%药品加成。**
- ✓ **国信医药观点：**中药配方颗粒参照中药饮片管理，意味着参照中药饮片管理的中药配方颗粒也有25%的药品加成。在保留中药饮片加成、中药饮片不占药占比等利好政策的推动下，有助于促进中药饮片包括中药配方颗粒行业快速发展。

## ■ 中药和中医医疗服务项目医保支付范围

- ✓ 指出“将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录。将经国家谈判纳入医保目录的中成药配备、使用纳入监测评估。充分利用“双通道”药品管理机制，将参保患者用药的渠道拓展到定点零售药店”，同时，“民族药、医疗机构中药制剂和中药饮片纳入本地医保支付范围，并建立动态调整机制”。
- ✓ **国信医药观点：**进一步落实《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》从国家层面明确提出将医疗机构中药制剂纳入医保，并可纳入省级医保调整范畴，此前仅江西省、海南等个别省明确将院内制剂纳入医保。另外，将纳入医保谈判的中成药使用纳入监测，将有利于国谈中成药品种破除进院障碍并保证用量。

## ■ 支付政策

- ✓ 优先将国家发布的中医优势病种纳入按病种付费范围，**中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费。对已经实行DRG和按病种分值付费的地区，适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值，充分体现中医药服务特点和优势；**对康复医疗、安宁疗护等长期住院治疗的中医优势病种，可按床日付费；基层医疗卫生机构开展按人头付费。
- ✓ **国信医药观点：**目前DRG/DIP改革进程中，根据国家中医药管理局要求，中医药尚处于探索推进中医优势病种DRG改革进程中。当前广东、浙江、上海等多地对大力支持、促进中医药发展，处于探索发布中医优势病种，鼓励实行中西医同病同效同价阶段。

## ■ 推荐关注：

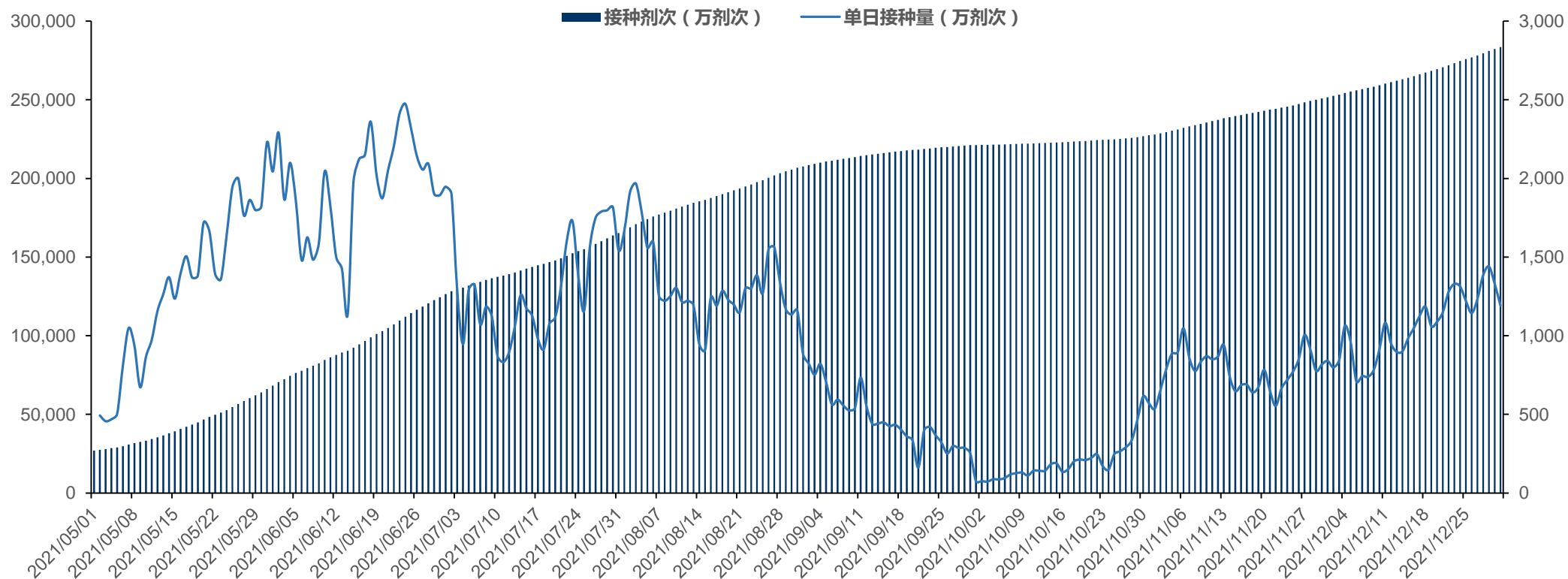
- ✓ **扩容细分赛道。** 资源属性铸就政策避风港，药食同源拓展市场需求，标准放开加速行业发展，中药配方颗粒行业有望迎来行业扩容期。看好拥有上游种植（养殖）资源、标准高、布局早的中药配方颗粒生产企业，推荐买入：中国中药。
- ✓ **回归药品属性，产品疗效确切、具备持续出新能力的优质企业。** 疗效至上，临床循证是王道，看好产品经循证医学充分验证、得到医生群体认可的优秀中药企业，推荐买入：以岭药业。
- ✓ **消费属性标的。** 支付能力强，医保政策影响小。单价低，作用广，品牌OTC深入人心，看好产品占领消费者心智、格局稳定、长期积累下拥有良好品牌形象的OTC龙头企业，推荐买入：华润三九。

- [ 01 ] 医药行业近期动态
- [ 02 ] 新冠疫情追踪
- [ 03 ] 细分板块观点
- [ 04 ] 近期重点报告回顾

# 国内多地疫情反复，新冠疫苗累计接种超28亿剂

截至2021年12月31日，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增确诊病例231例，其中境外输入病例56例，含10例由无症状感染者转为确诊病例；本土病例175例（陕西174例，均在西安市；贵州1例，在铜仁市），含1例由无症状感染者转为确诊病例。全国累计报告接种新冠病毒疫苗28.35亿剂次，完成全程接种的人数为12.07亿人；国内三种灭活疫苗和一种腺病毒载体疫苗进行加强免疫，主要覆盖完成全程免疫六个月的重点人群，同时建议免疫功能低下包括免疫缺陷，包括60岁以上的老人可以考虑开展加强免疫，日均接种1000万左右剂次。

图：中国新冠疫苗接种情况

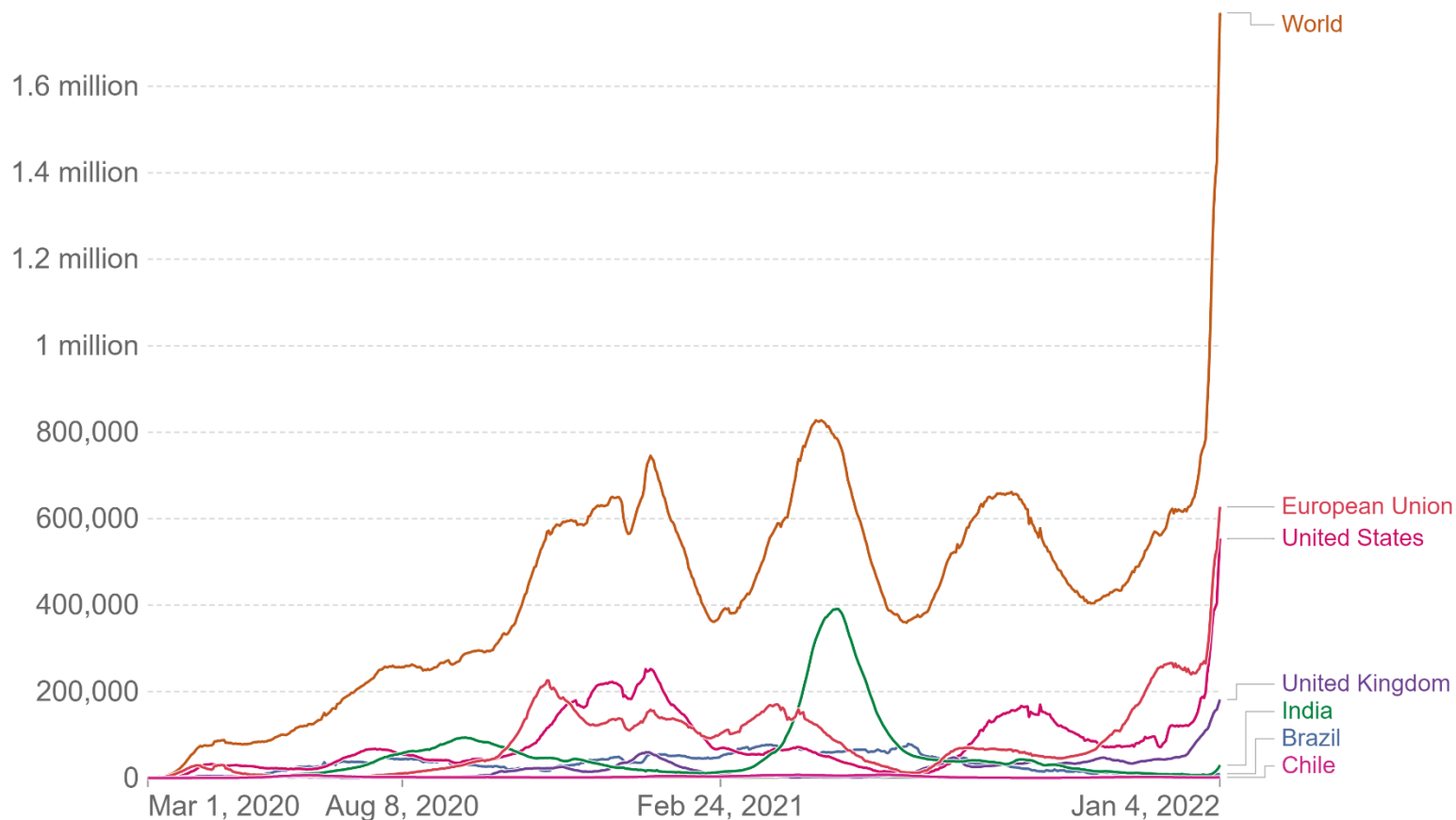


资料来源：卫健委，国信证券经济研究所整理

# 全球确诊病例数爆发式增长

近一周全球日均新增病例数达到177万人/天，已超过上一次峰值的~2倍，美国和欧洲疫情最为严重，从2021年12月28日到2022年1月3日，美国平均每天新增确诊新冠病毒感染者超40万例，是前一周的两倍，单日新增确诊突破100万例；2021年最后一周欧洲确诊近500万例，英国打破新增确诊记录，单日确诊病例数超20万例。

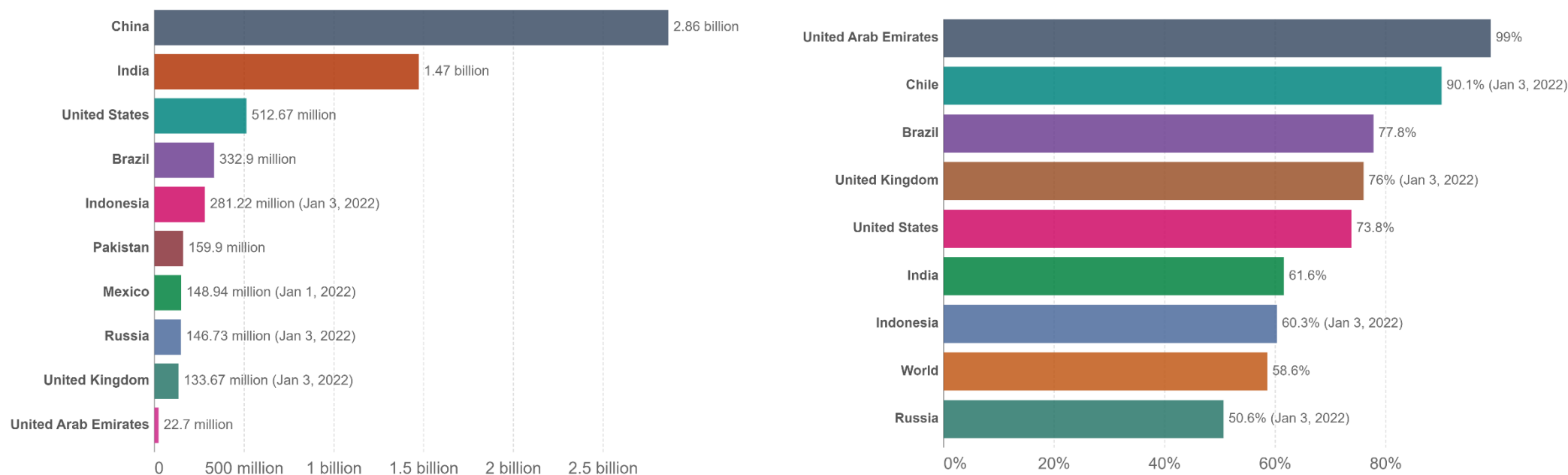
图：全球新冠疫情每日确诊人数（每7日平均）



# 全球主要国家疫苗接种持续推进

全球已接种新冠疫苗约93亿剂，日均接种量达到~3000万剂次，一针覆盖率达到58.6%，其中中国接种28.6亿剂，印度、美国分别接种约14.7、5.13亿剂。从完成免疫程序的人群占比看，阿联酋（99%）、智利（90.1%）、巴西（77.8%）、英国（76%）、美国（73.8%）等均完成较高比例的完全免疫。以色列、美国、英国等疫苗接种率较高的国家持续推进加强免疫，近一周全球接种量的20%为加强针。

图：全球主要国家的新冠疫苗接种剂次和完成免疫程序人群比例



资料来源：OurWorldinData，国信证券经济研究所整理；截止2022-01-04

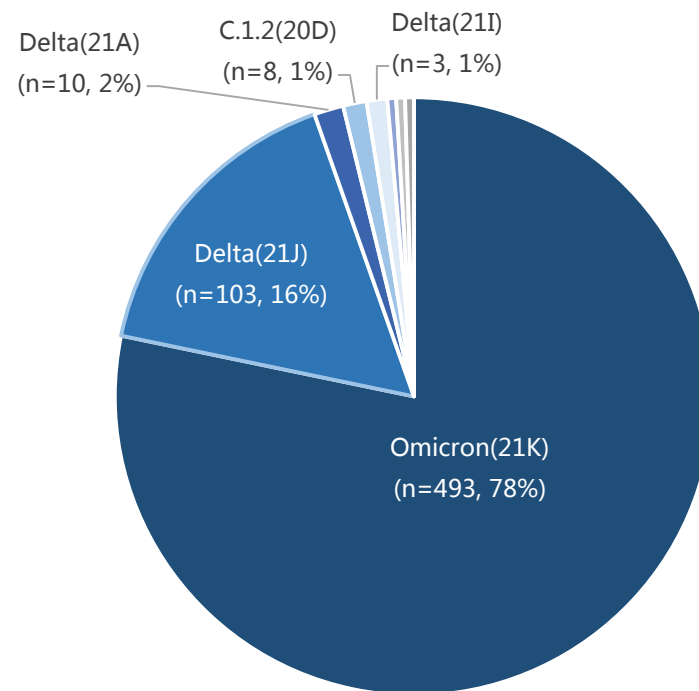
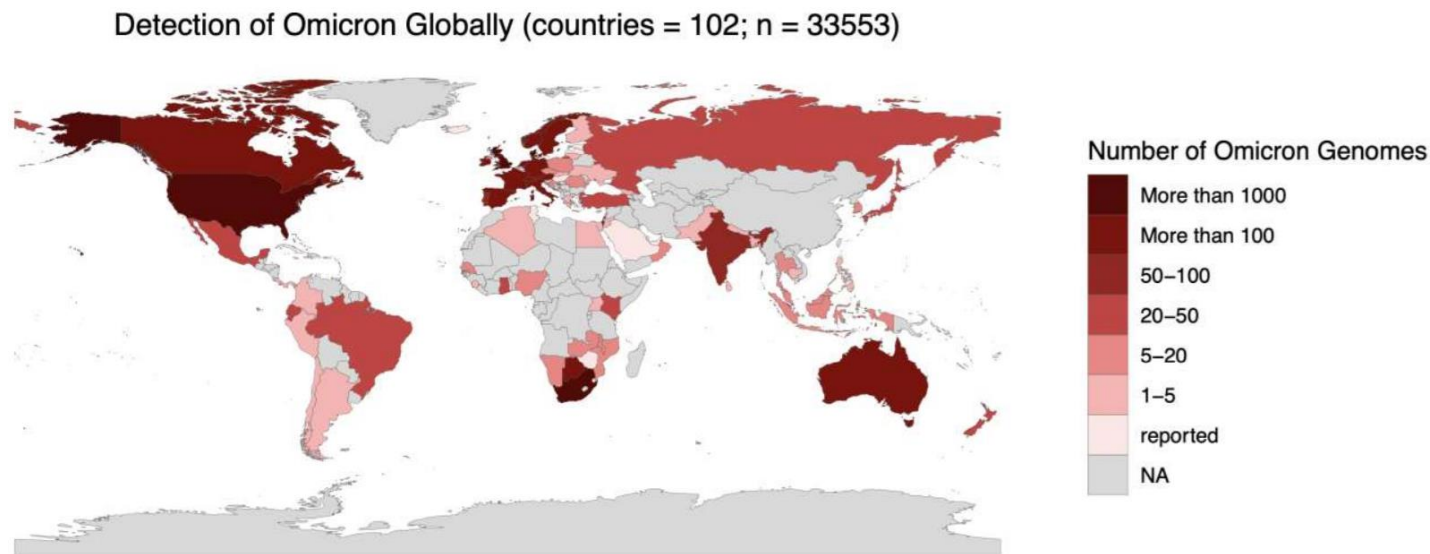


# Omicron突变株进一步传播

- 截至11月底Omicron已在南非取代Delta成为主流变异株，测序占比达到78% ( n=493/630 )；12月Omicron序列占比98.4% ( n=629/639 )。目前，南非日均确诊病例由峰值~2万人/天回落至~1.2万人/天，但检测阳性率接近30% ( WHO规定新冠检测阳性率5%以上视为检测不充分 )，疫情处于爆发期。
- 根据NGS-SA和GISAID数据，截至2021年12月24日，南非、以色列、美国、英国、奥地利和中国香港等至少102个国家和地区出现Omicron病例。其中，以色列和日本等国已宣布关闭边境以防止Omicron变异株进一步传播。2021年12月13日，中国天津发现首例境外输入的Omicron病例。

图：全球已有56个国家或地区发现Omicron突变株

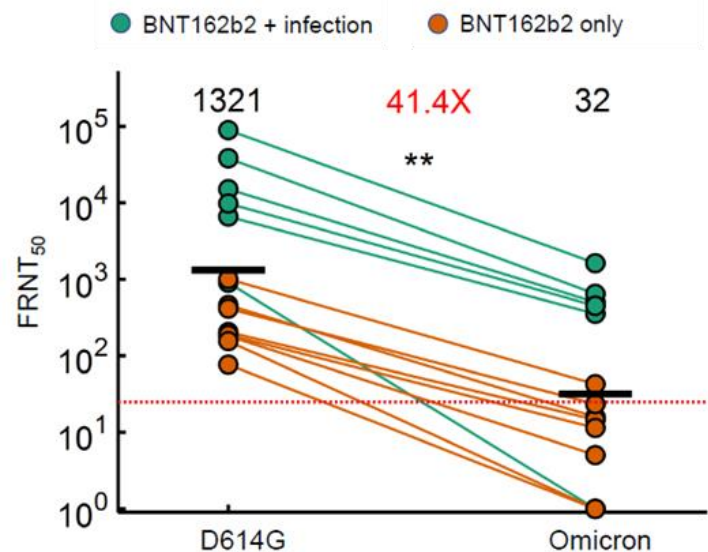
图：2021年11月南非变异株流行率 ( n=630 )



# Pfizer/BioNTech：三针可有效中和Omicron变异株

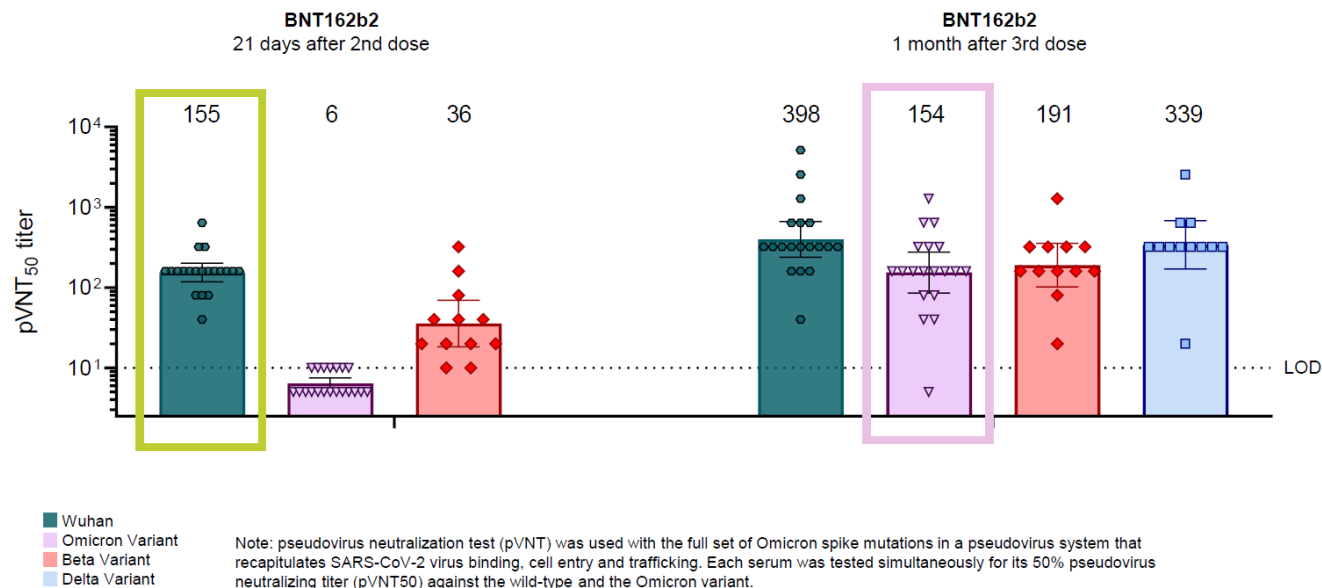
- 12月7日，南非研究团队公布了全球首个Omicron血清中和试验数据，利用南非新冠病毒阳性拭子样本分离出的Omicron突变株以及D614G突变为对照，从12名接种过Pfizer/BioNTech新冠mRNA疫苗BNT162b2受试者中抽取14份血清进行活病毒体外中和试验，其中6份来自于新冠病毒感染康复患者。所有受试者血清均对D614G毒株产生了高水平中和能力，相较之下对于Omicron突变株中和滴度则大幅下降41.4x。
- 12月8日，Pfizer/BioNTech公布了疫苗对于Omicron突变株最新数据。受试者接种2针BNT162b2后21天血清对Omicron突变株中和滴度仅为6，较对于原始毒株中和能力下降~25x，也低于试验预设的基线水平；接种第3针后一个月血清对Omicron中和滴度则达到154，较原始毒株/Delta突变株中和能力仅下降2~3x，并且远高于基线水平。
- 12月12日，UKHSA（英国卫生安全局）公布数据显示，2剂BNT162b2对Omicron保护效力约为35%，3针保护效力提升至75%。

图：BNT162b2受试者血清中和抗体对Omicron中和能力较原始毒株D614G大幅下降



资料来源：medRxiv，国信证券经济研究所整理

图：3针BNT162b2可以有效中和Omicron突变株



资料来源：BioNTech公司官网，国信证券经济研究所整理

# Moderna：三条路径应对O变异株

## ■ mRNA-1273 (原始株)

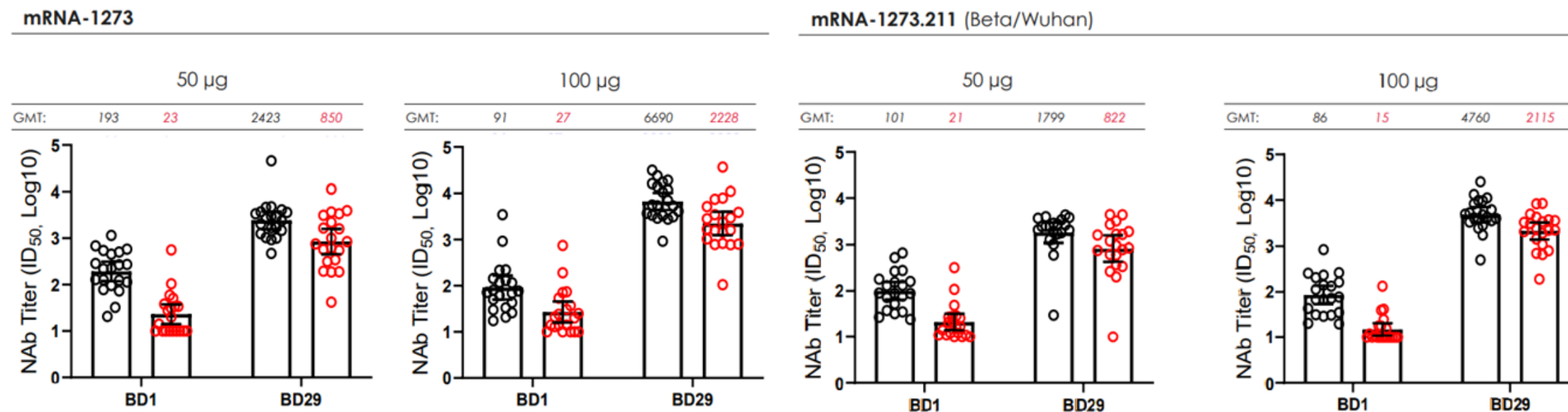
- 50 $\mu$ g：加强后28天，对Omicron中和能力提升~37x ( 850 vs 23 )；相较于D614G下降~2.9x ( 850 vs 2423 )
- 100 $\mu$ g：加强后28天，对Omicron中和能力提升~83x ( 2228 vs 27 )；相较于D614G下降~3x ( 2228 vs 6690 )

## ■ mRNA-1273.211 (Beta+原始株)

- 50 $\mu$ g：加强后28天，对Omicron中和能力提升~39x ( 822 vs 21 )；相较于D614G下降~2.2x ( 822 vs 1799 )
- 100 $\mu$ g：加强后28天，对Omicron中和能力提升~141x ( 2115 vs 15 )；相较于D614G下降~2.3x ( 2115 vs 4760 )

## ■ 开发针对新VOC的疫苗

图：Moderna新冠疫苗对不同毒株的保护力



资料来源：，国信证券经济研究所整理  
注：黑色为D614G，红色为Omicron

- [ 01 ] 医药行业近期动态
- [ 02 ] 新冠疫情追踪
- [ 03 ] 细分板块观点
- [ 04 ] 近期重点报告回顾

- 新版医保目录落地执行，医保支付水平基本明晰。** 2022年1月1日起，新版医保目录落地执行，此次通过谈判进入医保目录（含续约）的产品的医保支付价格逐渐浮出水面。国产PD-1单抗年费用下降至3.5~5万元；荣昌生物的维迪西妥单抗降价72%，年费用为24.8万元；恒瑞医药的氟唑帕利和百济神州的帕米帕利均降价至11.7万元/年；艾力斯的伏美替尼降价79.4%，年费用为8.6万元；泽璟生物的多纳非尼降价68.6%，年费用为9.5万元；和黄医药的索凡替尼降价52.1%，年费用为10.6万元；诺诚健华的奥布替尼降价50.5%，年费用为13.0万元。
  - ✓ 抗肿瘤药：对于竞争充分的靶点，医保的支付标准在5万元/人年左右，若肺癌、肝癌、胃癌等大适应症获得医保覆盖，则支付标准会相应降低；对于竞争格局较好、甚至独家品种，且覆盖适应症人数较少的情况下，医保支付标准可放宽至10万元/人年以上。
  - ✓ 慢病用药：自免及其他慢性代谢病中较为成熟的药品支付标准在1~2万元/年，一些降压、降脂药物的支付标准在5000元/人年以下。
  - ✓ 罕见病用药：由于患者人数较少，医保在支付端对于纳入的罕见病用药给予了支持，支付标准多在20万元/人年以上。

**表：药品重点公司盈利预测及估值表**

| 代码      | 公司简称   | 股价<br>21/12/30 | 总市值<br>亿元/港元 | EPS  |      |      |      | PE   |      |      |      | ROE<br>20A | PEG<br>21E | 投资<br>评级 |
|---------|--------|----------------|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------|------------|----------|
|         |        |                |              | 20A  | 21E  | 22E  | 23E  | 20A  | 21E  | 22E  | 23E  |            |            |          |
| 600276  | 恒瑞医药   | 50.71          | 3,243        | 0.99 | 1.02 | 1.15 | 1.40 | 51.3 | 49.8 | 44.0 | 36.1 | 21.6%      | 4.0        | 买入       |
| 600196  | 复星医药   | 48.94          | 1,139        | 1.43 | 1.78 | 2.14 | 2.52 | 31.1 | 25.0 | 20.8 | 17.6 | 7.9%       | 1.2        | 买入       |
| 1177.HK | 中国生物制药 | 5.46           | 1,029        | 0.15 | 0.17 | 0.21 | 0.24 | 30.4 | 26.2 | 21.2 | 18.6 | 8.2%       | 1.5        | 买入       |
| 0512.HK | 远大医药   | 6.46           | 229          | 0.51 | 0.54 | 0.66 | 0.81 | 12.8 | 11.9 | 9.7  | 8.0  | 11.9%      | 0.7        | 买入       |
| 600079  | 人福医药   | 22.52          | 368          | 0.70 | 0.97 | 1.35 | 1.68 | 32.0 | 23.1 | 16.7 | 13.4 | 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：向下一体化初见成效

■ **原料药板块12月小幅跑赢医药生物整体。**2021年12月1日至12月31日，申万原料药板块上涨1.0%，小幅跑赢申万生物医药板块整体（+0.5%）。同和药业（40.96%）、新华制药（40.40%）、山河药辅（30.98%）、新诺威（16.39%）、天宇股份（12.70%）、威尔药业（11.25%）、ST冠福（9.75%）、广济药业（8.45%）、赛托生物（7.35%）等涨幅居前；凯莱英（-15.23%）、普洛药业（-15.08%）、键凯科技（-12.43%）、奥翔药业（-12.10%）、博腾股份（-10.64%）、共同药业（-9.77%）、富祥药业（-9.03%）、药石科技（-6.75%）、九洲药业（-6.14%）等跌幅居前。

## ■ 制剂产品接连获批，向下一体化初见成效

✓ **健友股份：注射用左亚叶酸钙获得化学药品3类证书。**除健友股份外，国内江苏恒瑞医药股份有限公司、齐鲁制药有限公司、正大天晴药业集团股份有限公司、广东岭南制药有限公司、山西普德药业有限公司和重庆华邦制药有限公司的注射用左亚叶酸钙仿制药已获批上市。注射用左亚叶酸钙发的获批进一步丰富了公司的产品线，有助于提升公司产品的市场竞争力。根据国家相关政策，注射用左亚叶酸钙按新3类批准生产，视同通过一致性评价，并在医保支付方面予以适当支持，医疗机构应优先采购并在临床中优先选用，有利于扩大产品的市场销售，对公司经营业绩产生积极的影响。

✓ **华海药业：氨酚氢可酮片获得美国FDA批准文号，罗库溴铵注射液通过药品一致性评价。**2020年氨酚氢可酮片美国市场销售额约35,828.37万美元，氨酚氢可酮片为美国管控类制剂产品，该产品ANDA文号的获取有利于扩大公司在美国管控类产品领域的市场，强化产品供应链，丰富产品梯队，提升公司产品的市场竞争力，对公司的经营业绩产生积极的影响；国内获批方面，通过一致性评价的药品品种，在医保支付方面予以适当支持，医疗机构应优先采购并在临床中优先选用，公司罗库溴铵注射液通过一致性评价，有利于扩大产品的市场销售，提高市场竞争力。

表：原料药重点公司盈利预测及估值表

| 代码     | 公司简称 | 股价<br>21/12/31 | 总市值<br>亿元/港元 | EPS  |      |      |      | PE   |      |      |      | ROE<br>20A | PEG<br>21E | 投资<br>评级 |
|--------|------|----------------|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------|------------|----------|
|        |      |                |              | 20A  | 21E  | 22E  | 23E  | 20A  | 21E  | 22E  | 23E  |            |            |          |
| 000739 | 普洛药业 | 35.09          | 414          | 0.69 | 0.94 | 1.18 | 1.47 | 50.6 | 37.3 | 29.7 | 23.9 | 20.0       | 1.3        | 买入       |
| 002332 | 仙琚制药 | 13.20          | 131          | 0.51 | 0.64 | 0.79 | 0.97 | 25.9 | 20.5 | 16.7 | 13.6 | 13.7       | 0.9        | 无评级      |
| 603538 | 美诺华  | 35.51          | 53           | 1.11 | 1.47 | 1.97 | 2.60 | 32.1 | 24.2 | 18.0 | 13.6 | 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；注：仙琚制药、美诺华为Wind一致预期

- 疫苗：关注加强针和对Omicron中和能力。**海外疫情爆发，国内多地疫情反复，点状散发呈常态化，Omicron全球扩散对抗疫带来不确定性，海内外对高水平加强免疫需求旺盛。根据中国海关总署数据，2021年1-11月我国累计人用疫苗出口货值达到933.9亿元，新冠疫苗出口持续加速。
- 血制品：联盟集采对行业影响不大，基本面稳健。**广东联盟集采降价幅度较小，对血制品行业的影响不大。血制品公司的营收增速基本与采浆匹配，由于2020年采浆受到疫情影响，我们预计今年整体业绩平稳；2020年下半年采浆恢复良好，对应今年的业绩预计呈现前低后高的走势，四季度到明年的经营将持续改善。

表：生物制品重点公司盈利预测及估值表

| 代码     | 公司简称 | 股价<br>21/12/31 | 总市值<br>亿元/港元 | EPS  |       |       |       | PE    |      |      |      | ROE<br>20A | PEG<br>21E | 投资<br>评级 |
|--------|------|----------------|--------------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------------|------------|----------|
|        |      |                |              | 20A  | 21E   | 22E   | 23E   | 20A   | 21E  | 22E  | 23E  |            |            |          |
| 300122 | 智飞生物 | 125.70         | 1898         | 2.06 | 3.02  | 4.03  | 4.92  | 71.7  | 41.6 | 31.2 | 25.5 | 40.0       | 0.89       | 买入       |
| 300601 | 康泰生物 | 100.78         | 621          | 0.99 | 1.83  | 3.18  | 4.06  | 176.0 | 55.1 | 31.7 | 24.8 | 9.1        | 0.6        | 买入       |
| 600161 | 天坛生物 | 28.89          | 397          | 0.47 | 0.55  | 0.70  | 0.89  | 62.1  | 53.0 | 41.3 | 32.5 | 14.8%      | 2.2        | 买入       |
| 002007 | 华兰生物 | 29.00          | 529          | 0.88 | 1.05  | 1.27  | 1.49  | 32.8  | 27.6 | 22.9 | 19.5 | 21.0%      | 1.5        | 买入       |
| 000661 | 长春高新 | 271.36         | 1,098        | 7.53 | 10.16 | 12.72 | 15.32 | 36.0  | 26.7 | 21.3 | 17.7 | 31.0%      | 1.0        | 买入       |
| 600867 | 通化东宝 | 10.83          | 220          | 0.46 | 0.62  | 0.67  | 0.80  | 23.7  | 17.5 | 16.3 | 13.5 | 18.1%      | 0.8        | 买入       |
| 603087 | 甘李药业 | 70.01          | 393          | 2.19 | 2.56  | 2.89  | 3.40  | 31.9  | 27.4 | 24.3 | 20.6 | 16.7%      | 1.7        | 无        |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

# CXO：全线回调，整装出发

- **12月CXO全线下跌。**12月CXO相关标的全线回调，康龙化成（-22.21%）、药明康德（-17.65%）、美迪西（-17.62%）、昭衍新药（-17.55%）、凯莱英（-15.23%）、博腾股份（-10.64%）等跌幅居前。
- **凯莱英：境外上市外资股（H股）挂牌并上市交易。**1842万股境外上市外资股（H股）（行使超额配售权之前）于2021年12月10日在香港联交所主板挂牌并上市交易。开盘价为388港元，与发行价持平，随后破发，2021年12月31日收盘价320港元，低于发行价17.5%。
- **景气度不减，关注业绩稳健成长型标的。**中美关系的微妙变化导致市场对于以海外收入为主的CXO标的颇为敏感，12月CXO出现全线回调。我们认为，一方面本土CXO的竞争优势体现在工程师红利、全产业链布局及其所衍生的成本优势，与涉及基因数据、人种数据的部分biotech所不同，CXO企业作为卖水人的核心关键所用在于高效、低成本地帮助药企加快研发及生产效率；另一方面，本土CXO正加快国际化布局，在海外各地布局建设研发及生产基地，加速“本地化”进程。基于以上两点，我们认为当前景气度不减，持续关注业绩稳健成长型标的。

表：CXO板块重点公司盈利预测及估值表

| 代码      | 公司简称 | 股价<br>21/12/31 | 总市值<br>亿元/港元 | EPS  |      |      |      | PE    |       |      |      | ROE<br>20A | PEG<br>21E | 投资<br>评级 |
|---------|------|----------------|--------------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------------|------------|----------|
|         |      |                |              | 20A  | 21E  | 22E  | 23E  | 20A   | 21E   | 22E  | 23E  |            |            |          |
| 300347  | 泰格医药 | 127.80         | 1115         | 2.01 | 2.04 | 2.68 | 3.35 | 63.6  | 62.6  | 47.7 | 38.1 | 17.2       | 3.4        | 买入       |
| 603259  | 药明康德 | 118.58         | 3505         | 1.00 | 1.34 | 1.82 | 2.43 | 118.6 | 88.5  | 65.2 | 48.8 | 11.9       | 2.6        | 买入       |
| 300759  | 康龙化成 | 141.27         | 1122         | 1.48 | 1.84 | 2.49 | 3.33 | 95.5  | 76.8  | 56.7 | 42.4 | 14.1       | 2.5        | 买入       |
| 688222  | 成都先导 | 23.49          | 94           | 0.16 | 0.21 | 0.36 | 0.48 | 146.8 | 111.9 | 65.3 | 48.9 | 7.2        | 2.5        | 增持       |
| 300725  | 药石科技 | 142.17         | 284          | 0.92 | 1.41 | 2.00 | 2.76 | 154.5 | 100.8 | 71.1 | 51.5 | 14.0       | 2.3        | 买入       |
| 002821  | 凯莱英  | 435.00         | 1144         | 2.98 | 4.05 | 5.50 | 7.34 | 146.0 | 107.4 | 79.1 | 59.3 | 16.0       | 3.1        | 买入       |
| 300363  | 博腾股份 | 89.45          | 487          | 0.60 | 0.88 | 1.35 | 1.68 | 150.1 | 101.5 | 66.1 | 53.2 | 10.0       | 2.5        | 无评级      |
| 603456  | 九洲药业 | 56.26          | 468          | 0.46 | 0.76 | 1.01 | 1.31 | 123.1 | 74.1  | 55.6 | 42.9 | 12.8       | 1.8        | 无评级      |
| 2269.HK | 药明生物 | 92.55          | 3942         | 0.40 | 0.74 | 1.04 | 1.46 | 233.4 | 125.6 | 89.4 | 63.2 | 7.2        | 2.3        | 买入       |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测；注：博腾股份、九洲药业为Wind一致预期



# 中药：配方颗粒政策已放开

- **中药板块12月大幅跑赢医药生物整体。**2021年12月1日至12月31日，申万中药板块上涨15.4%，大幅跑赢申万生物医药板块整体（+0.5%）。陇神戎发（145.74%）、龙津药业（118.27%）、精华制药（90.86%）、红日药业（77.15%）、济川药业（56.66%）、健民集团（51.95%）、广誉远（46.91%）、太极集团（41.97%）、佐力药业（40.48%）涨幅居前。
- **11月1日起，中药配方颗粒试点正式结束。**试点期间中药配方颗粒经过了长期、广泛的临床使用，显示出相关疗效和使用方便、调配灵活等多重优势，产业发展达到一定市场规模。基于此，2月10日，国家药监局、国家中医药局、国家卫健委、国家医保局共同发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》（以下简称“公告”），以规范中药配方颗粒的生产，引导产业健康发展，更好地满足中医临床需求。11月1日起，文件开始执行，中药配方颗粒试点正式结束。
- ✓ **销售标准：不具有国家药品标准或省级药品监督管理部门制定标准的中药配方颗粒不得上市销售。**《公告》执行，意味着有国家标准的中药配方颗粒品种需要达到国家标准才能进行销售，无国标的中药配方颗粒品种需要达到所在销售省份的相应省标才能进行销售。
- ✓ **销售范围：从限于二级及其以上中医院到“不得在医疗机构以外销售”，市场有望大幅扩容。**意味着销售范围有望从二级及其以上中医院大幅拓宽为符合中医执业资格的医疗机构，大幅扩容。以2020年为例，我国只有中医医院4426家、中医医疗机构7.2万家、中医类医疗卫生机构年诊疗9.2亿人次，而全国所有医院则多达3.5万家（含民营）、医疗机构103万家和诊疗77亿人次。

表：中药重点公司盈利预测及估值表

| 代码      | 公司简称 | 股价<br>21/12/31 | 总市值<br>亿元/港元 | EPS  |      |      |      | PE   |      |      |      | ROE<br>20A | PEG<br>21E | 投资<br>评级 |
|---------|------|----------------|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------|------------|----------|
|         |      |                |              | 20A  | 21E  | 22E  | 23E  | 20A  | 21E  | 22E  | 23E  |            |            |          |
| 0570.HK | 中国中药 | 5.17           | 260          | 0.33 | 0.41 | 0.50 | 0.59 | 13.0 | 10.6 | 8.6  | 7.3  | 9.6        | 0.5        | 买入       |
| 002603  | 以岭药业 | 19.60          | 327          | 0.73 | 1.33 | 1.55 | 1.81 | 26.9 | 14.7 | 12.6 | 10.8 | 14.5       | 0.4        | 买入       |
| 000999  | 华润三九 | 34.24          | 335          | 1.63 | 2.02 | 2.29 | 2.60 | 21.0 | 16.9 | 15.0 | 13.1 | 12.2       | 1.0        | 买入       |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测；注：中国中药的港股股价及总市值为港币；

# 医疗器械：布局具有创新和全球化能力的公司+业绩稳定估值低标的

- 医疗器械版块12月1日-31日上涨1.71%，表现劣于医药生物版块（上涨1.85%），2021年PE 30.3倍（剔除负值），涨幅较好的是九安医疗、拱东医疗、东方生物、九强生物等，主要和新冠抗原检测、IVD耗材等相关。
- **投资主线：1) 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，受益于医疗新基建，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。**东方生物：**公司在欧洲之外又新获得美国FDA EUA授权，美国子公司衡健（Healgen）将为西门子代工生产。随着奥密克戎变异株的出现，美国新增确诊人数激增，对于新冠检测需求大幅提升。**先健科技：**IBSAngel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。**2) 业绩稳定增长，估值较低的标的：迪安诊断：**代理业务仍然稳健增长，第三方独立医学实验室增速较快，盈利能力提升迅速，特检比例提升，新冠检测持续贡献业绩，估值较低。

**表：医疗器械重点公司盈利预测及估值表**

| 代码      | 公司简称 | 股价<br>21/12/31 | 总市值<br>亿元/港元 | EPS   |       |       |       | PE   |      |      |      | ROE<br>20A | PEG<br>21E | 投资<br>评级 |
|---------|------|----------------|--------------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------------|------------|----------|
|         |      |                |              | 20A   | 21E   | 22E   | 23E   | 20A  | 21E  | 22E  | 23E  |            |            |          |
| 300760  | 迈瑞医疗 | 380.80         | 4629         | 5.48  | 6.60  | 7.95  | 9.69  | 69.5 | 57.7 | 47.9 | 39.3 | 31.2       | 2.76       | 买入       |
| 1302.HK | 先健科技 | 3.66           | 169          | 0.05  | 0.08  | 0.10  | 0.12  | 78.4 | 45.8 | 36.6 | 30.5 | -0.6       | 1.24       | 买入       |
| 300244  | 迪安诊断 | 33.57          | 208          | 1.29  | 1.96  | 2.07  | 2.37  | 25.9 | 17.1 | 16.2 | 14.1 | 17.0       | 0.76       | 买入       |
| 300639  | 凯普生物 | 29.51          | 87           | 1.23  | 2.60  | 2.09  | 2.14  | 23.9 | 11.4 | 14.1 | 13.8 | 20.3       | 0.56       | 买入       |
| 300463  | 迈克生物 | 29.19          | 162          | 1.43  | 1.82  | 2.23  | 2.75  | 20.5 | 16.1 | 13.1 | 10.6 | 22.5       | 0.65       | 买入       |
| 300676  | 华大基因 | 87.80          | 363          | 5.05  | 4.29  | 3.52  | 3.09  | 17.4 | 20.5 | 24.9 | 28.4 | 40.1       | -1.36      | 买入       |
| 688298  | 东方生物 | 230.50         | 277          | 13.98 | 40.83 | 26.53 | 19.78 | 16.5 | 5.6  | 8.7  | 11.7 | 123.0      | 0.46       | 买入       |
| 2223    | 鱼跃医疗 | 37.80          | 379          | 1.75  | 1.50  | 1.69  | 2.02  | 21.5 | 25.3 | 22.3 | 18.7 | 24.1       | 5.24       | 买入       |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：迈克生物、鱼跃医疗为Wind一致预期

# 医疗服务：龙头高估值逐步消化，板块基本面无虞



- **医疗服务板块整体估值较高，对政策变化较为敏感。** 医疗服务板块当前PE (TTM, 剔除负值) 为75X, 仍远远高出医药行业其他子版块。医疗服务行业在12月整体下跌近8.1%, 主要是受到CXO板块集体回调的影响。此外, 板块高估值情况下, 市场对行业政策变化十分敏感, 比如DRG/DIP等政策的影响当前仍无法明确判断。但专科连锁以及CXO的长期成长确定性强, 龙头公司护城河深厚, 行业基本面稳固, 短期波动不改长期前景。
- ✓ **爱尔眼科:** 2021年共完成收购超过30家医院, 多为地市或县级医院, 进一步推进分级连锁网络建设。拟以1.9亿作为LP投资湖南亮视同星医疗, 为公司未来发展储备更多优质的并购标的。新十年“二次创业”中公司所希望打造的一家世界级眼科医院及八大区域性眼科中心在加紧建设之中, 公司的学科建设和人才培养顺利推进, 近日公司与河南大学正式达成战略合作, 共建“河南大学附属爱尔眼科医院”、“河南大学爱尔眼科临床学院”、“河南大学爱尔眼科研究院”。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。
- ✓ **通策医疗:** 公司“总院+分院”模式有序推进, 蒲公英模式进展顺利, 公司大幅扩充口腔医师、医技团队, 为后续省内外扩张打下坚实基础, 截止2021年12月, 浙江省内累计共有37家院区, 分布在杭州、宁波、绍兴、金华等中心城市及周边县市, 省外设有8家院区。公司进一步明确“口腔超市”战略定位, 在共同富裕大背景下将开展中低端种植牙项目, 套餐价格设置在4999、5999和6999元, 将有效提升客群覆盖和市场占有率。
- ✓ **锦欣生殖:** 公司以30亿收购四川锦欣妇儿医院100%股权, 对应21年预期业绩收购PE为26.18~28.57x。锦欣妇儿是锦欣集团最优质的资产, 也是锦欣集团唯一的专科三甲妇幼医院, 在注入上市公司后大股东与中小股东的利益会更加一致。完成收购后公司将ARS及妇儿医疗资源整合, 在成都已经提供了备孕、怀孕、产检、分娩及产后一体化的健康管理和升级服务, 形成全新的商业模式, 构筑刚性壁垒。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), 公司国内收购稳步推进, 海外拓展步履不停, 不确定性逐步出清, 成都、深圳、美国HRC等各地业务运营情况良好。
- ✓ **环球医疗:** 环球医疗以医疗融资租赁起家, 紧抓政策机遇开拓医疗服务高景气赛道。近期完成首笔营利性医院收购, 向安徽庐州医院增资2亿获得83%股权。2021H1医院集团业务收入超过21亿, 利润近1亿, 正处于高速成长阶段。预计2021-23年归母净利润为20/23/28亿人民币, 增速24%/17%/16%, 当前股价对应PE 5/4/3X。

表：医疗服务领域重点公司盈利预测及估值表

| 股票代码    | 公司    | 股价         | 总市值   | EPS  |      |      |      | PE    |      |      |      | ROE   | PEG | 投资评级 |
|---------|-------|------------|-------|------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|-----|------|
|         |       | 2021/12/31 | 亿元/港币 | 20A  | 21E  | 22E  | 23E  | 20A   | 21E  | 22E  | 23E  | 20A   | 21E |      |
| 300015  | 爱尔眼科  | 42.28      | 2,286 | 0.42 | 0.43 | 0.57 | 0.74 | 99.9  | 98.3 | 74.2 | 57.1 | 17.5% | 3.0 | 买入   |
| 600763  | 通策医疗  | 199.00     | 638   | 1.54 | 2.30 | 3.05 | 4.00 | 129.2 | 86.6 | 65.2 | 49.8 | 22.9% | 2.3 | 无评级  |
| 1951.HK | 锦欣生殖  | 8.71       | 218   | 0.10 | 0.14 | 0.21 | 0.27 | 72.4  | 51.0 | 34.1 | 27.3 | 3.5%  | 1.3 | 买入   |
| 6078.HK | 海吉亚医疗 | 48.80      | 302   | 0.28 | 0.67 | 0.97 | 1.33 | 147.9 | 60.6 | 42.0 | 30.6 | 4.0%  | 1.0 | 无评级  |
| 2666.HK | 环球医疗  | 5.63       | 106   | 0.87 | 1.08 | 1.26 | 1.46 | 5.4   | 4.4  | 3.7  | 3.2  | 15.3% | 0.2 | 买入   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：港股股价及总市值为港币，EPS为人民币计价 通策医疗、海吉亚医疗为Wind一致预测

# 港股：Biotech大幅回调迎布局良机，推荐具备国际化创新能力的标的



## ■ 关注Biotech研发进展以及具备估值切换潜力的标的：

- ✓ **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。LCAR-B38M于FDA的上市申请处于优先审批通道，2021年内有望获批，2021H1向欧盟、预计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，CDMO子公司蓬勃生物提供抗体和细胞与基因治疗服务，为斯微生物mRNA疫苗等提供质粒，预计拉动CDMO业务收入，工业酶和生命科学产品与服务业务稳健增长，提供现金流和利润。
- ✓ **康宁杰瑞制药：双抗领跑者，立足差异化**。公司自主研发能力出众，是具备创新基因的Biotech公司。通过整合特色技术平台，拥有强大的in-house研发能力，产品具有license-out潜力。旗下重磅双抗进度全球领先，KN046正处于注册性临床阶段，有望于2022H1就一线sqNSCLC适应症申报BLA。KN035上市在即，作为目前唯一皮下注射剂型，竞争力强，公司将由Biotech转型Biopharma。
- ✓ **康诺亚**：康诺亚的核心资产是CM310(IL4RA单抗)、CM326(TSLP单抗)和CMG901(Claudin18.2-ADC)，临床进度均在行业前列：CM310已开启2期临床，在国内领先，且早期临床数据优秀，有望成为首个上市的国产IL4RA单抗，竞争超百亿的市场空间；CM326、CMG901临床进度位列全球前三。公司核心管理层拥有丰富的专业背景和产业经验，已建立起成熟的自主研发平台，管线涵盖单抗、双抗、ADC等药物形态，是一家活力十足的“小而美”公司。
- ✓ **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。
- ✓ **先健科技**：公司作为微创介入领域的领先企业，在多个细分领域处于领导地位，且拥有左心耳封堵、铁基可吸收材料技术等潜力巨大的战略资产，主动脉介入产品2021年起陆续上市，随着产品管线不断完善，业绩进入快速成长期。IBS Angel预计年内获得CE认证，IBS 冠脉国内获批开展确证性临床，预计年内披露FIM临床数据。预计2021/22年归母净利润为3.52/4.49亿，对应PE40/31X。
- ✓ **现代牙科**：公司是国际化的义齿加工龙头，精细化运营能力强；疫情下加速淘汰行业小型玩家，公司市占率稳步提升；推出隐形矫治器业务，借助现有医生渠道协同销售。预计2021-23年归母净利润为4.70/5.68/6.67亿港币（原值4.02/4.74/5.45亿港币），年增速分别为337%/21%/17%，当前股价对应PE 14/11/10X。

表：港股重点公司盈利预测及估值表

| 股票代码    | 公司       | 股价<br>2021/12/30 | 总市值<br>亿港币 | EPS   |       |       |       | PE   |      |      |      | ROE<br>20A | PEG<br>21E | 投资<br>评级 |
|---------|----------|------------------|------------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------------|------------|----------|
|         |          |                  |            | 20A   | 21E   | 22E   | 23E   | 20A  | 21E  | 22E  | 23E  |            |            |          |
| 1066.HK | 威高股份     | 9.73             | 445        | 0.44  | 0.54  | 0.65  | 0.78  | 18.3 | 15.0 | 12.5 | 10.4 | 11.6%      | 0.7        | 买入       |
| 1302.HK | 先健科技     | 3.66             | 169        | 0.05  | 0.08  | 0.10  | 0.12  | 65.4 | 40.3 | 31.6 | 24.9 | 9.2%       | 1.1        | 买入       |
| 3600.HK | 现代牙科     | 5.54             | 53         | 0.11  | 0.40  | 0.49  | 0.57  | 41.0 | 11.5 | 9.5  | 8.1  | 4.8%       | 0.2        | 买入       |
| 1548.HK | 金斯瑞生物科技  | 34.50            | 726        | -0.01 | -0.11 | -0.10 | -0.09 | -    | -    | -    | -    | -          | -          | 买入       |
| 9966.HK | 康宁杰瑞制药-B | 12.76            | 120        | -0.46 | -0.67 | -0.71 | -0.58 | -    | -    | -    | -    | -          | -          | 买入       |
| 2162.HK | 康诺亚-B    | 31.80            | 89         | -2.93 | -1.65 | -1.89 | -2.25 | -    | -    | -    | -    | -          | -          | 买入       |
| 1530.HK | 三生制药     | 6.28             | 158        | 0.33  | 0.65  | 0.78  | 0.90  | 15.5 | 7.9  | 6.6  | 5.7  | 10.5%      | 0.2        | 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

- [ 01 ] 医药行业近期动态
- [ 02 ] 新冠疫情追踪
- [ 03 ] 细分板块观点
- [ 04 ] 近期重点报告回顾

## ■ 关于竞争：政策放开后行业竞争是否会加剧？

- ✓ 政策的放开代表牌照壁垒的取消，从形式上门槛降低。从实质来看，一方面龙头企业在渠道、品种方面优势明显，护城河仍在，另一方面全国标准的统一，意味着质量管理更加规范化，龙头企业通过参与行业标准的制定，有望将相当一部分质量不达标的新进入者拒之门外，不断巩固先发优势和龙头地位。

## ■ 关于利润：标准提高带动成本上扬，相关企业盈利能力是否承压？

- ✓ 试点结束后，已有国标品种需符合相应要求，无国标品种需符合使用地省标，带来成本上扬。但由于：1) 当前中药配方颗粒行业竞争格局良好，有效玩家数目有限；2) 除个别省份限价外，绝大部分地区采用企业自主定价、与医院招标或谈判。因此，我们预计存量玩家为维持企业良好的竞争格局将维持稳定的价格体系，同时兼顾终端患者的接纳度及产品质量的提升。预计价格上涨幅度将覆盖成本上扬，并有望通过温和提价获得更高的毛利润水平。

## ■ 关于集采：如何看待中药配方颗粒全国集采的时间及降幅？

- ✓ 时间维度：中药配方颗粒常用品种约400~600种，标准制定稳步进行，但从当前情况来看，仅形成196个品种。我们认为：类比于仿制药一致性评价是化药集采的大前提，中药配方颗粒的标准制定是其进行集中采购的先决条件；同时，除对质量标准进行限定外，加成的取消、当量的统一亦是中药配方颗粒全国集采的大前提。由此可以看出，当前中药配方颗粒的全国集采时机或未完全成熟，我们认为或仍存在两年以上的时间窗口。
- ✓ 降幅维度：与化药的生产成本相对固定所不同，中药配方颗粒上游对应的是中药饮片及中药种植业。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。中药配方颗粒的资源属性决定其降幅相较于化药品种有望更加缓和。

## ■ 关于空间：如何看待行业规模与增长逻辑？

- ✓ 覆盖深度方面：多家企业有望入局，共同推动患者教育。摆脱“试点”限制后，中药配方颗粒在市场开拓中面临的阻力有望显著降低，国家级层面政策支持叠加多玩家同步进行患者教育，将共同推动中药配方颗粒在医生、患者心中认可度的提升，扩大产品的应用频率、应用人群和应用疾病领域。
- ✓ 覆盖广度方面：销售范围拓宽，二级及其以上中医院→具有中医执业的各级医疗机构。根据《中国统计年鉴（2019年）》，我国卫生机构（含医院）106万家，基层医疗卫生机构102万家，医院3.5万家。其中：综合医院20133家、专科医院9021家、中医医院4426家，预计二级及其以上中医院数量仅为2500家左右。配方颗粒的使用终端由二级以上中医院拓展至所有具备中医执业的各级医疗机构，使用范围大大增加，有望迎来数倍增长空间。
- ✓ 空间估算：我国中药饮片市场约~2000亿元规模，参照颗粒占饮片的比例日本~80%、台湾~70%，假设中国大陆中药配方颗粒对中药饮片替代率35%、中药配方颗粒价格较中药饮片价格高出50%，则中药配方颗粒对应市场空间约1050亿元，较2020年200~300亿元市场有数倍增幅。

## ■ 推荐买入：中国中药（维持评级）、华润三九（维持评级）；推荐关注：红日药业。

- **事项**：2021年12月河北省医疗保障局启动神经介入产品弹簧圈（颅内）带量采购拟采购结果落地，此前，10月27日浙江省药械采购平台公布神经介入专用微导管带量采购拟中选名单。

## ■ 国信医药观点

- ✓ **1）浙江神经介入微导管带量采购：国产进口分组申报。**2021年10月27日浙江省微导管采购结果落地，将于2022年1月1日开始执行，采购周期24个月。此次进口生产商、国产生产商分组竞标，1组为平台内在线交易进口产品（进口生产商）：按中选排名为MicroVention、美敦力（柯惠EV3），2组为国产产品和非平台内在线交易进口产品（国产生产商）：按中选排名为心玮医疗、健适医疗（江苏尼科）、归创通桥、美诺微创。降幅尚未公布，但对市场竞争格局影响较小、降幅符合我们的预期。
- ✓ **2）河北颅内弹簧圈带量采购：国产入围范围广，国产替代更进一步。**2021年12月河北省颅内弹簧圈采购结果落地，结果将于2022年1月1日开始执行，周期12个月。A组拟中选企业为MicroVention、美敦力、史赛克，B组拟中选企业为强生、泰杰伟业、微创神通（微创脑科学）。颅内弹簧圈主要用于出血性脑卒中颅内动脉瘤治疗，2019年市场规模36亿元，进口生产商市占率达90%，国产超过十家企业产品获批NMPA，未来十年预计国产替代将成为市场主旋律。
- ✓ **3）展望：区域性带量采购有望加速神经介入国产厂商市占率提升，培养临床使用习惯，逐步实现国产替代。**浙江省9月微导管开启神经介入带量采购，微导管配套临床卒中手术适应症广泛，有利于国产龙头企业产品快速放量，国产技术领先者市占有望提升。河北省11月开启的颅内弹簧圈带量采购则将扩大国产厂家进口替代范围。当前国产泰杰伟业、山东维心医疗、沃比医疗已在产品的设计与构造实现了三维成篮、柔软贴壁填充、可膨胀等多种技术突破。当前国产产品已能够通过第一代经济实惠产品、第二代技术领先产品构成多层次产品线的市场竞争优势。微创脑科学Numen 弹簧圈栓塞系统系列涵盖MicroFrame\MicroFill\MicroFinish共三个系列177个规格弹簧圈系列完成产品迭代，具有一定市场竞争力。归创通桥虽在此次采购中由于产品新上市未能完成整个采购环节申报，但其颅内动脉瘤栓塞弹簧圈通桥凤以其高达99.7%成功解脱率及1mm规格及半号规格多样化临床选择可能会在后续国产替代进程中有更多出色表现。建议关注：归创通桥医疗-B（2109.HK）、心玮医疗-B(6609.HK)、微创脑科学（未上市）。
- ✓ **4）风险提示**：集采中标降价超预期的风险，集采未中标的风险，省际联盟价格联动，全国集中带量采购后供货不及预期、销量不及预期，新产品研发注册上市不及预期。

# 国信证券医药行业近期研究报告一览



| 报告日期       | 报告标题   | 报告栏目 | 报告类型   |
|------------|--|------|--------|
| 2022-01-04 | 行业重大事件快评：神经介入进入区域带量，关注赛道国产替代进程                 | 行业研究 | 行业快评   |
| 2021-12-28 | 国信医药-中药配方颗粒行业深度：高壁垒、高成长、高定位                    | 行业研究 | 行业专题   |
| 2021-12-27 | 国信证券-医药行业一周观察：中药板块表现亮眼，变异株提升欧美新冠检测需求           | 行业研究 | 行业周报   |
| 2021-12-20 | 国信证券-医药行业一周观察：“实体清单”落地，关注CXO上下游高景气标的           | 行业研究 | 行业周报   |
| 2021-12-13 | 医药行业一周观察：突变株进一步传播，疫苗和抗体数据陆续披露                  | 行业研究 | 行业快评   |
| 2021-12-09 | 医药生物2021年12月策略：跨年布局医药板块，警惕新冠O变异株               | 行业研究 | 行业投资策略 |
| 2021-12-06 | 医药行业一周观察：医保谈判落地，国产创新药收获颇丰                      | 行业研究 | 行业快评   |
| 2021-11-29 | 行业重大事件快评：胰岛素国采落地，国产替代加速进行                      | 行业研究 | 行业快评   |
| 2021-11-29 | 国信证券-医药行业一周观察：Omicron来袭，关注检测、防治及上游投资机会         | 行业研究 | 行业周报   |
| 2021-11-21 | 国信证券-医药行业一周观察：多项监管政策出台，规范创新药研发和医用耗材管理          | 行业研究 | 行业周报   |
| 2021-11-15 | 国信证券-医药行业一周观察：政策助力产业升级，原料药进入高质量发展时期            | 行业研究 | 行业周报   |
| 2021-11-12 | 药明康德-603259-2021年三季报点评：景气度不减，一体化赋能持续发力         | 公司研究 | 财报点评   |
| 2021-11-09 | 国信证券-创新药系列盘点报告（16）：新冠治疗性药物百舸争流，小分子新药初现曙光       | 行业研究 | 行业投资策略 |
| 2021-11-08 | 行业重大事件快评：胰岛素国采正式开启，关注相关公司中选情况                  | 行业研究 | 行业快评   |
| 2021-11-08 | 医药行业一周观察：辉瑞新冠治疗药物数据优秀，疫情防治再添利器                 | 行业研究 | 行业快评   |
| 2021-11-03 | 医药生物2021年11月策略：布局业绩稳健、估值合理标的                   | 行业研究 | 行业投资策略 |
| 2021-11-03 | 华兰生物-002007-2021三季报点评：流感疫苗放量带动业绩增长             | 公司研究 | 财报点评   |
| 2021-11-03 | 医药行业一周观察：三季报后板块表现分化，关注估值合理的优质标的                | 行业研究 | 行业快评   |
| 2021-11-01 | 智飞生物-300122-2021年三季报点评：业绩符合预期，期待新冠产品出口表现       | 公司研究 | 财报点评   |
| 2021-11-01 | 佰仁医疗-688198-2021年三季报点评：外科瓣增长强劲，研发加速推进          | 公司研究 | 财报点评   |
| 2021-10-29 | 国信证券-疫苗行业系列报告（2）：拓展全新药物形态，mRNA技术大有可为           | 行业研究 | 行业专题   |
| 2021-10-29 | 天坛生物-600161-2021三季报点评：业绩稳健增长，新浆站与新产品持续提升公司盈利能力 | 公司研究 | 财报点评   |
| 2021-10-27 | 爱尔眼科-300015-2021年三季报点评：业绩符合预期，收购多家医院完善分级连锁网络   | 公司研究 | 财报点评   |
| 2021-10-25 | 国信证券-医药行业一周观察：Atea新冠药二期未达终点，医药创新道虽阻行不辍         | 行业研究 | 行业周报   |
| 2021-10-25 | 楚天科技-300358-2021年三季报点评：耗材布局深化，平台企业初长成          | 公司研究 | 财报点评   |
| 2021-10-20 | 迈瑞医疗-300760-2021年三季报点评：业绩稳定增长，器械龙头扬帆远航         | 公司研究 | 财报点评   |
| 2021-10-18 | 国信证券-医药行业一周观察：恒瑞医药首届研发日召开，重新定义创新               | 行业研究 | 行业周报   |
| 2021-10-11 | 国信证券-医药生物2021年10月策略：关注三季报增长与估值切换               | 行业研究 | 行业投资策略 |
| 2021-10-08 | 医药行业一周观察：新冠口服药物临床数据积极，有望补充现有防疫手段               | 行业研究 | 行业周报   |



| 国信证券投资评级 |    |                            |
|----------|----|----------------------------|
| 类别       | 级别 | 定义                         |
| 股票投资评级   | 买入 | 预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上     |
|          | 增持 | 预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间 |
|          | 中性 | 预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间    |
|          | 卖出 | 预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上     |
| 行业投资评级   | 超配 | 预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上   |
|          | 中性 | 预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间  |
|          | 低配 | 预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上   |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 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