行业观点

● 医药

国元证券公司研究——通策医疗（600763）2020 年年报&2021Q1 季报点评：不惧疫情强势复苏，全年业绩稳中有进

事件：

4 月 9 日，公司公告 2020 年报和 2021 年一季报，2020 年实现营业收入 20.88 亿元，同比提升 8.12%，归母净利润 4.93 亿元，同比提升 5.69%，扣非归母净利润 4.73 亿元，同比提升 3.77%。2021 年 Q1 实现营收 6.31 亿元，同比增长 221.59%，归母净利润 1.64 亿元，同比增长 962.95%，扣非归母净利润 1.61 亿元，同比增长 777.50%。

国元观点：

？ 完全摆脱疫情影响，全年业绩稳步提升

2020 年年初受疫情影响，Q1 营收较往年同期有所下降，但 Q2 开始再次恢复稳健的高增速，Q1-Q4 分别实现营收 1.96 亿元（-51.08%）、5.57 亿元（+23.12%）、7.31 亿元（+27.32%）和 6.04 亿元（+27.46%）。

从公司业务指标来看，口腔医疗服务营业面积超过 16 万平方米，开设牙椅 1986 台（+25.70%）。2020 年口腔医疗门诊量达到 219.07 万人次（+3.28%）。2020 年口腔服务收入为 19.95 亿元，客单价为 953.06 元，单台牙椅产出为 100.45 万元。目前拥有医生 1381 人（+38.1%），显著的增幅体现了强大的获医能力。

从各板块来看，各项业务保持高速增长，儿科业务进入发展新纪元，收入达到 4.01 亿元（+18.9%）。正畸业务、种植业务和综合业务营收占比均保持稳定，并全部实现营收小幅增长。

从各院区情况来看，杭口平海院区、杭口城西院区和宁口三家总院分别实现收入 6.08 亿元（-2.07%）、4.59 亿元（+16.06%）、1.26 亿元（-11.07%），其余核心旗舰院正在筹划中。蒲公英计划逐步落地，目前公司省内开业医院数量已经达到 33 家，未来将布局多个中心医院。省外方面，武汉存济、西安存济、重庆存济体外发展形势良好，成都、上海存济医院正在布局中。

？ 2021 年 Q1 延续高速增长，年度目标稳健推进中

2021 年 Q1 公司实现营收 6.31 亿元，较 2019 年同期增长 57.23%；实现归母净利润 1.64 亿元，较 2019 年同期增长 69.58%，保持高速增长态势。

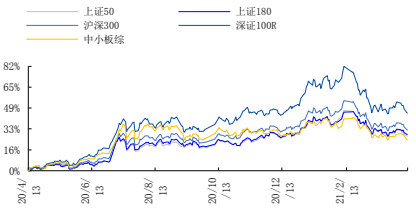
2021 年是通策医疗事业的第二个十年的开局之年，在不发生疫情反复等影响正常运营的情形下，公司将努力实现全年营业收入较 2019 年不低于 60%的增长。

？ 投资建议与盈利预测

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌幅 1 日	5 日	本年
沪深 300	5035.34	-	-	-3.38
上证综指	0.00	0.00	0.00	0.00
深证成指	13813.31	-	-	-4.54
中小板综	12254.61	-	-	-3.72
国债指数	182.96	-	0.08	3.21
基金指数	7009.96	0.11	-	9.10
香港恒生	27985.42	-	-	0.00
H 股指数	0.00	-	-	0.00
红筹股	4411.60	0.00	0.00	0.00
日经 225	19771.19	-	2.54	-16.42
道琼斯	24101.55	-	4.70	-15.55
标普 500	2863.39	-	4.63	-11.37
纳斯达克	8607.73	-	4.17	-4.07

主要市场走势图



资料来源：Wind

主要商品期货

商品	收盘价 USD	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
纽约期油	52.4500	-0.51	-5.09	15.71
纽约期金	1,311.6	-0.52	-0.79	2.23
伦敦期铜	6,144.5	-1.05	0.09	2.46
伦敦期铝	1,878.0	-0.16	-0.27	1.79

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
C 中金辐	57.18	1581.76	0.00	0.00
C 共同	83.75	916.38	0.00	0.00
C 中洲	75.48	522.26	0.00	0.00
科美诊	37.79	428.53	0.00	0.00
GQY 视讯	5.51	21.10	27.25	8.68

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
智明达	74.32	-31.17	0.00	-53.10
智洋创	18.80	-23.73	0.00	-50.88
深水海	33.54	-22.83	-11.99	-59.08
济民制	15.44	-20.00	-11.77	16.62
顺丰控	64.64	-20.00	-22.64	-27.39

联系人：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

省内总院+分院及蒲公英门店增长，考虑 2021 年蒲公英第一批优质分院上线、宁口大楼落成开业，有望贡献长期成长性，公司未来三年收入确定性较强。预计公司 21-23 年实现收入 30.55/ 39.33/ 49.80 亿元，归母净利润 7.53/ 9.48/ 12.27 亿元，EPS 为 2.35/ 2.96/ 3.83 元/股，PE 分别为 117/ 93/ 72 倍，维持“买入”评级。

? 风险提示

新院建设不达预期；市场竞争激励超过预期；疫情复发影响诊疗服务等不可预期因素等。

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001），联系人：徐雨涵

● 宏观

国元证券行业研究——利率债发行如期回升，大宗涨价再引关注-宏观流动性周报（第 24 期）

? 市场回顾

截至 4 月 9 日，过去一周内央行公开市场净回笼 100 亿元，其中逆回购投放 400 亿元，逆回购到期 500 亿元，无 MLF 操作。资金利率基本维持稳定，银行间流动性相对宽松；利率债发行规模预期内大幅回升。相较于一周前，10 年期国债收益率上升 1.1BP 至 3.21% ；10 年期国开债收益率上升 1.2BP 至 3.59%。3 月国内 CPI 和 PPI 指数均超预期，尤其 PPI 环比创 2002 年以来最高。高层再次就大宗商品涨价发声。海外方面，美国经济数据整体仍在修复，十年期美债利率和美元指数涨势暂歇。近期多位联储官员表态现在讨论开始缩减 QE 还言之过早，鲍威尔 4 月 9 日在 IMF 研讨会上表示缩减 QE 的前提条件为“连续几个月出现类似的就业岗位增幅近百万。下周重点关注 3 月货币金融数据、缴税影响、MLF 续作情况，中期应提升对输入性通胀与政策变化的关注。

? 政策关注

4 月 7 日，美国财长耶伦：考虑到长期“伤痕效应”，美国决定采取大规模的援助措施；预计美国经济会迅速复苏，明年恢复充分就业。

4 月 7 日，中国财政部：完善新增地方债分配机制，严控高风险地区新增债券规模。

4 月 8 日，央行行长易纲出席二十国集团财长和央行行长视频会议：全球经济前景有所改善，复苏态势仍然脆弱。

4 月 9 日，李克强主持召开经济形势专家和企业家座谈会，回应大宗商品涨价，要求加强原材料等市场调节，缓解企业成本压力。

? 经济数据

3 月 CPI 同比上涨 0.4%，预期涨 0.2%，前值降 0.2%。 3 月 PPI 同比上涨 4.4%，涨幅比 2 月扩大 2.7 个百分点。

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

重点报告

《早筛春天将至，商业化蓄势待发》

——癌症早筛行业跟踪报告

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001），联系人：朱琪璋

报告要点：

在政策、资本和市场等外部因素的助推下，癌症早筛赛道已成为热点。技术路径方面，聚焦于肠癌和肝癌的早筛产品已达到临床应用要求，优于传统早筛手段；商业化方面，仍处于盈利模式的探索阶段；应用场景方面，早筛商业化场景丰富，若早筛产品能下到基层，将会是市场蓝海。

参考 Cologuard 商业化成功的因素看国内重磅早筛产品商业化潜力：检测性能优异，“常卫清”已纳入权威指南，头部企业通过精准合作 bigpharma、商保等加速渠道推广，成本预计将随技术不断成熟、规模化提升而逐步下降，同时或在部分医保基金盈余地区率先推进医保支付。整体来看，国内早筛产品的商业化驱动因素正逐步推进，近期早筛市场在合规化进展、商业化布局上不断取得新的突破，商业化潜力蓄势待发。

? 诺辉健康：手握“早筛第一证”，联手阿斯利康加速院内渠道推广

从“癌症早筛第一证”到纳入国内首部肠癌筛查指南，再到联手阿斯利康加速院内渠道推广，商业化稳步推进，公司或成为肠癌早筛领域的“标杆”。2020 年在疫情影响下实现营收 0.71 亿元（+21.09%），下半年两大核心产品出货量迅速攀升，业绩成长性强。常卫清敏感性和阴性预测值分别为 95.5%和 99.6%，显著优于传统手段和其他同类早筛产品，得获得监管部门和权威指南的“背书”，有望构建肠癌早筛护城河，享受先发优势。商业化层面，公司在医院、体检、保险等渠道多点布局，在院内市场和阿斯利康开展合作，借助后者强大的渠道资源（尤其是消化科）和县域市场的专业销售团队，有望打开商业化的闸门，实现快速放量。

? 泛生子：肝癌早筛领头羊，前瞻性研究和商业化布局齐头并进

2020 年业绩表现亮眼：营收 4.25 亿元（+31.3%），亏损逐步收窄；毛利率高达 61.3%（+16.5pct），盈利能力显著提升。HCCscreen 成为 20Q4 季度 LDT 业务营收增长的主要因素之一，早筛业务逐渐步入收获期。

HCCscreen 研发进展顺利，技术和检测性能领先：敏感性 88%，特异性 93%，显著优于传统超声+甲胎蛋白的手段，预计 21Q2 启动注册临床试验，有望成为国内首个获批的肝癌早筛产品，同时已获得 FDA“突破性医疗器械认定”，待获批后或直接纳入医保，打开美国肝癌早筛市场。

联手正大天晴加速布局院内渠道，三大商业化路径齐发力：布局医院、体检和民生项目三大商业化渠道，凭借正大天晴覆盖全国的肝病药物医院资源，有望快速切入院内市场。

? 燃石医学：国内泛癌早筛龙头，6 癌种或率先商业化落地

业绩增长稳健，院内模式发展迅猛。2020 年毛利率为 73%（+1.4pct），连续三年稳步提升。业绩指引：预计 2021 年实现营收 6.1 亿元（+41.9%）。

6 癌种即将启动前瞻性研究，预计 2022 年实现商业化，9 癌种产品前瞻性研究预计 2023 年完成。商业化方面，公司精准定位泛癌种早筛产品需求，将聚焦商保和三甲医院体检渠道，一方面可以帮助商业保险公司监测被保人健康状况以达到控制赔付率的目标，同时提高其获客和留客能力；而三甲医院在集采、药品零加成等因素影响下收入和利润端有所承压，泛癌种产品作为潜在癌症患者的流量入口，有望增加体检科、

肿瘤科等科室的收入，同时借创新早筛产品提升医院品牌形象。

？ 投资建议

建议关注手握“肠癌早筛第一证”的诺辉健康、肝癌早筛领跑者泛生子以及泛癌种早筛企业燃石医学。

？ 风险提示

研发不及预期；产品获批不及预期；市场竞争风险；销售不及预期；疫情恢复不及预期；行业政策变动风险。

《带量持续推进，消费器械仍有高成长》

——医药生物行业双周报

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001），联系人：徐雨涵

报告要点：

？ 双周行业新观察-带量持续推进，消费器械仍有高成长

器械带量采购持续推进，尤其在高值耗材板块，具有市场规模大、医保占比高、国产化率高的部分品种首当其冲。尽管在国家集采层面，仅有冠脉支架、骨科、吻合器等 6-7 项产品正在进行中，各地联盟推进集采已如火如荼进行，探索对冠脉球囊、骨钉骨板、人工晶体以及部分低值耗材的带量采购。受到首轮药品和冠脉支架带量采购对市场的影响冲击，投资者们对具有带量采购可能性品种保持高度审慎以及规避。带量采购推进有利于在高渠道壁垒、品牌壁垒的器械领域进一步突破国产替代，加速竞争，鼓励创新，类似药品板块中一样，在未来 3-5 年走出越来越多创新性器械企业，而在中短期市场或将面临阵痛。

？ 市场行情回顾

2021 年 3 月 22 日至 4 月 2 日，申万医药生物指数小幅上涨 6.16%，跑赢沪深 300 指数 3.07pct，在 28 个申万一级行业指数中排名第 4。医药生物七个子板块中，医疗服务 II、生物制品 II、医疗器械 II、化学原料药、中药 II、医药商业 II、化学制剂均实现正收益，涨幅分别为 15.24%、6.99%、6.27%、3.27%、3.19%、1.90%、1.67%。

截至 2021 年 4 月 2 日，医药板块估值为 43.09 倍，比 2010 年以来均值（39.47X）高 3.62 个单位。溢价率方面，医药板块相对于沪深 300 的估值溢价率为 180.56%，溢价率较 2010 年以来均值（217.07%）低 36.52 个百分点。

？ 投资建议

消费医疗器械选择面不弱，满足人们在可支配收入提升、疫情带动健康意识提升下的需求升级。规避集采，迭代性创新医疗器械仍大有可为，口腔、眼科、医美乃至更为新兴的板块早筛，都伴随人们对于美好生活的需求提升而迎来高成长性发展。

建议重点关注：

口腔领域：由于青少年牙保健意识提升+年轻爱美消费升级的中国“隐适美”—时代天使（港股 ipo 进行中）；种植和牙齿美白贴面需求带来附加需求正海生物、国瓷材料。

眼科领域：人工晶体带量放量+OK 镜高速成长+ICL 研发推进的眼科龙头爱博医疗；OK 镜国产小龙头欧普康视；眼科消费集合型平台昊海生科。

医美领域：全球透明质酸龙头、全面布局上下游产业链的华熙生物；医美注射透明质酸赛道领跑者爱美客。

早筛领域：手握“肠癌早筛第一证”的诺辉健康、肝癌早筛领跑者泛生子以及泛癌种早筛企业燃石医学等标的。

？ 风险提示

新冠疫情风险；外部市场风险；医药政策风险；市场竞争风险；销售不及预期。

重要新闻

- 国务院领导人主持召开经济形势专家和企业家座谈会时表示，当前国际环境复杂严峻增加新的不确定性，分析经济形势要既看同比又看环比，既看宏观数据又看市场主体切身感受，既看总体态势又密切关注新情况新问题。要做好常态化疫情防控，保持宏观政策连续性稳定性可持续性，政策不急转弯，引导形成市场合理预期，推进改革开放，保持经济运行在合理区间，推动高质量发展。
- 彭文生等专家和白云电器、小商品城、携程网负责人认为，国家减税降费等政策既实又有效，经济和企业生产经营持续恢复，但国际大宗商品价格大幅上涨带来企业成本上升压力很大。国务院领导人强调，要持续有针对性实施好结构性减税等政策，做到保就业保民生保市场主体政策力度不减。落实支持小微企业、个体工商户和促进制造业创新升级等措施。加强原材料等市场调节，缓解企业成本压力。稳定外贸外资，保持产业链供应链稳定。彭文生还表示，预计一季度实际 GDP 同比上升 19%，全年实际 GDP 同比增速或达 9%左右，高于政府工作报告中 6%以上的目标。
- 市场传言包括中国银行、邮储银行、交通银行、平安银行等多家银行广州部分网点暂停二手房贷业务。21 世纪经济报道称，这只是支行网点情况，相关银行并未全面叫停广州地区二手房按揭贷款业务。
- 工信部副部长王江平强调，创建工业互联网平台创新合作中心是推进工业互联网发展与应用的重要举措，要提高政治站位、加强协同配合，以务实举措推动工业互联网平台在更广范围、更深程度、更高水平上实现融合发展。

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188