东兴证券 DONGXING SECURITIES

新冠疫苗上市之后医药怎么看

——“首席访谈”之医药行业

2020 年 10 月 21 日

首席访谈 | 行业研究



胡博新　东兴证券医药行业首席分析师

S1480519050003。药学专业，10 年证券从业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。



Q1：今年因为新冠疫情的缘故，医药上半年的表现非常突出，随着疫苗研发即将成功，医药投资思路是否会发生变化？

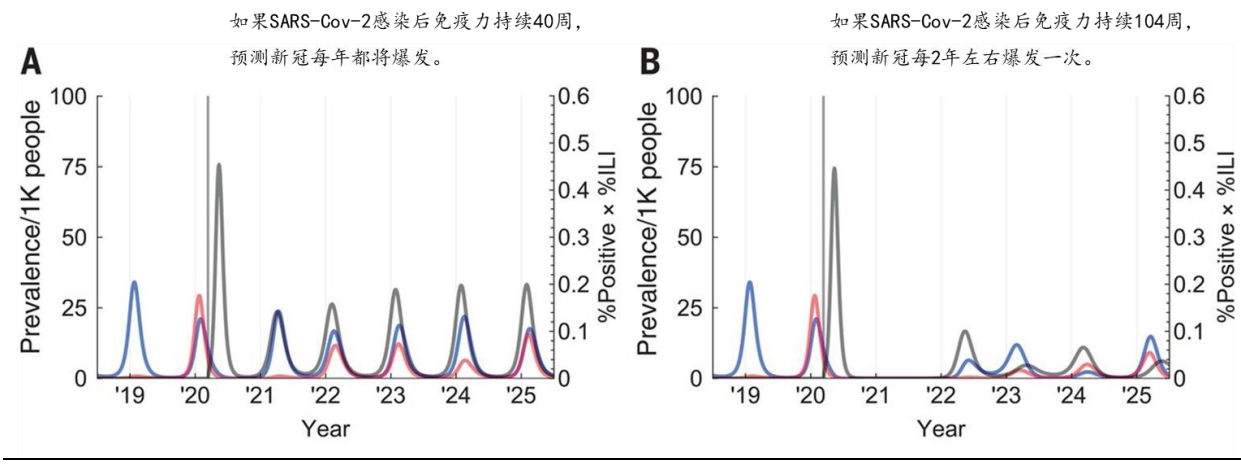
新冠疫情对医药行业有短期、中期和长期的影响，医药投资落地需要综合考虑。

新冠疫情对医药行业的短期影响在已基本反应在中报上，受益的细分领域，如检测、防护、监护等，这也是支撑 2020 年上半年医药行情的重要因素，受损的细分领域，如口腔、眼科等医疗服务从 4 月份复工复产中也是快速恢复。

新冠疫情的中期影响有多方面，首先全球新冠疫苗研发的三期数据尚未发布，保护期多久尚未知，病毒也存在变异导致疫苗无效的可能，这意味着未来新冠可能会类似大流感一样多次爆发，对医药行业甚至全球经济产生影响。

新冠疫情对医药行业的创新，中国医药产业的升级影响有限，行业长期逻辑不会有变化，但在细节上，中长期加速了医疗器械的进口替代速度，尤其是化学发光等细分领域。虽然短期我们尚未看到此类公司的业绩爆发，但变化正悄然发生，未来十年政府对公共卫生的投入，对疾控的投入也将带动检测、防护等产品的长期需求。

图 1：模型预测大流行后新冠可能会多次爆发



资料来源：《Projecting the transmission dynamics of SARS-CoV-2 through the post-pandemic period》，东兴证券研究所

Q2：如何看待海外新冠疫情的二次爆发，是否会带来新的医药行情？

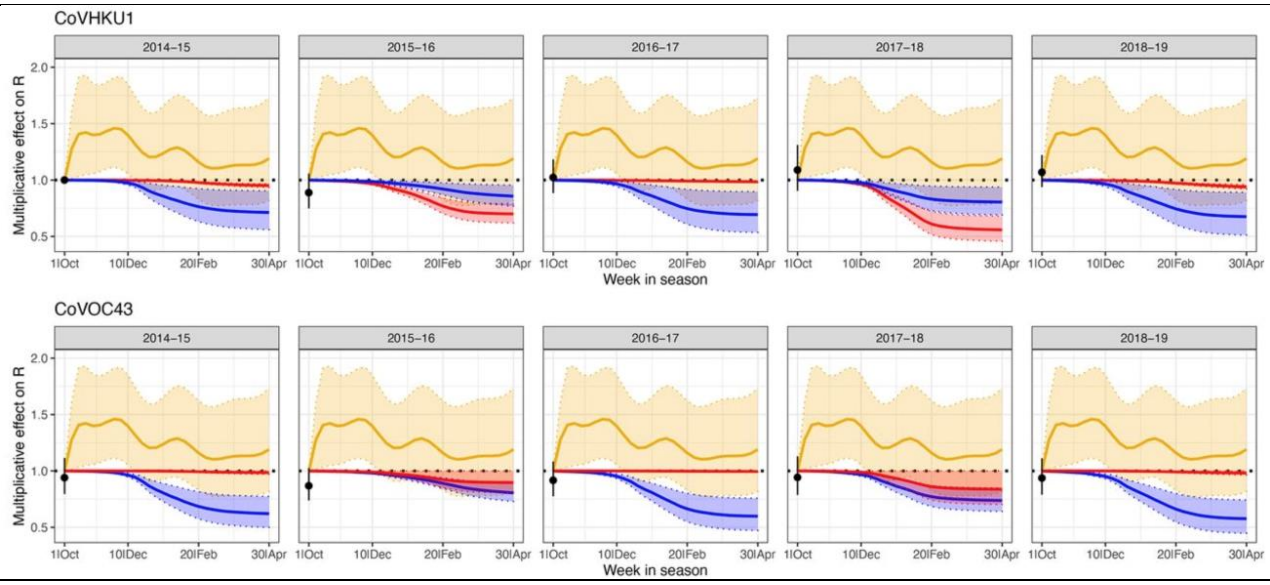
检测、防护领域与海外疫情紧密相关，订单增加可能增加全年业绩。

新冠病毒传播在低温下传播更快，欧洲和北美进入秋冬季节后，疫情呈二次爆发趋势，在新冠疫苗大规模接种之前，可能还会继续加剧。

新冠检测是疫情防控的起点。海外疫情爆发以来至今年 7 月份，试剂出口订单逐月递增，并带动相关企业业绩爆发增长。参考海外不同国家的防控数据，检测数为确诊病例 8~10 倍时，疫情控制才能相对较好。目前法国等欧洲多个国家二次爆发，单日确诊人数已经超过第一波，相应检测需求也在增加。

从近期 Q3 业绩预告来看，圣湘生物、华大基因等上调业绩，足见海外试剂出口需求的旺盛，海外疫情更趋严峻，推动订单增加，预计全年业绩也会增加。

图 2：β 冠状病毒的有效感染数均显示出季节性模式



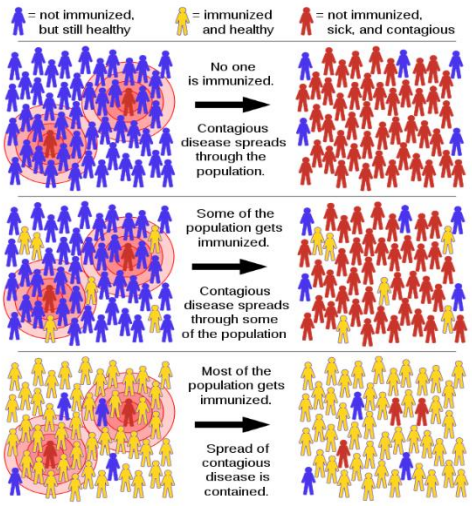
资料来源：《Projecting the transmission dynamics of SARS-CoV-2 through the post-pandemic period》，东兴证券研究所

Q3：全球多个企业布局新冠疫苗的研发，会带来哪些投资机会？

新冠疫苗可能将是千亿级的超重磅品种，研发成功的企业可能回报丰富。

新冠疫苗是战胜疫情的终极武器，目前新冠已经感染全球超过 4000 万人，疫苗成功上市后需要对至少 80%以上的人群进行免疫之后，才能实现群体免疫，保守估计免疫接种人数超过 40 亿人。新冠疫苗研发投入巨大，尤其是临床投入，其定价必然考虑企业的投入风险，预计定价会到 100 元以上，近期国内提前接种和海外订单情况，各项数据估算新冠疫苗定价在 200-800 元/人份之间。对于率先上市的企业，将最先获得海外订单。

图 3：群体免疫阻止疾病传播示意图



资料来源：维基百科，东兴证券研究所

图 4：新冠疫苗接种 80%以上的人群实现群体免疫

1. 指标定义：

R_0：基本传染数，指一个感染者可以传染给多少人；

S：人群中的易感者比例；P_i：人群中的免疫人口比例；

P_v：人群中接种疫苗的人口比例；E：疫苗的有效性

2. 推导过程：

$R_0 * S \leq 1;\ S = 1 - P_i$

$\rightarrow R_0 * (1 - P_i) \leq 1$

$\rightarrow P_i \geq 1 - {}^{1}/_{R_0}$

$P_v = {}^{P_i}/_{E}$

$\rightarrow P_v \geq \left(1 - {}^{1}/_{R_0}\right)/E$

3. 赋值：

$R_0 \approx 2.5$

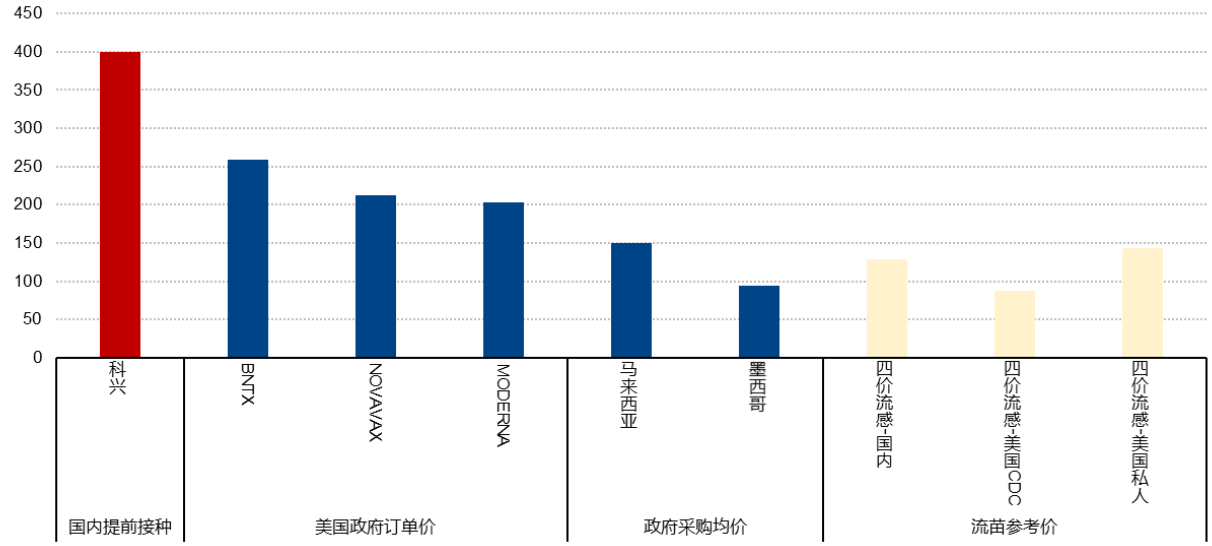
$E \approx 70\%$

$\rightarrow P_v \geq \left(1 - {}^{1}/_{2.5}\right)/70\% \approx 85\%$

资料来源：WHO，强生公司官网，东兴证券研究所

注：R0 值取自《中国-世界卫生组织 COVID-19 联合考察报告》；E 值取自强生 Ad26 疫苗目标 VE

图 5：新冠疫苗国内外订单价格（人民币/人份）



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

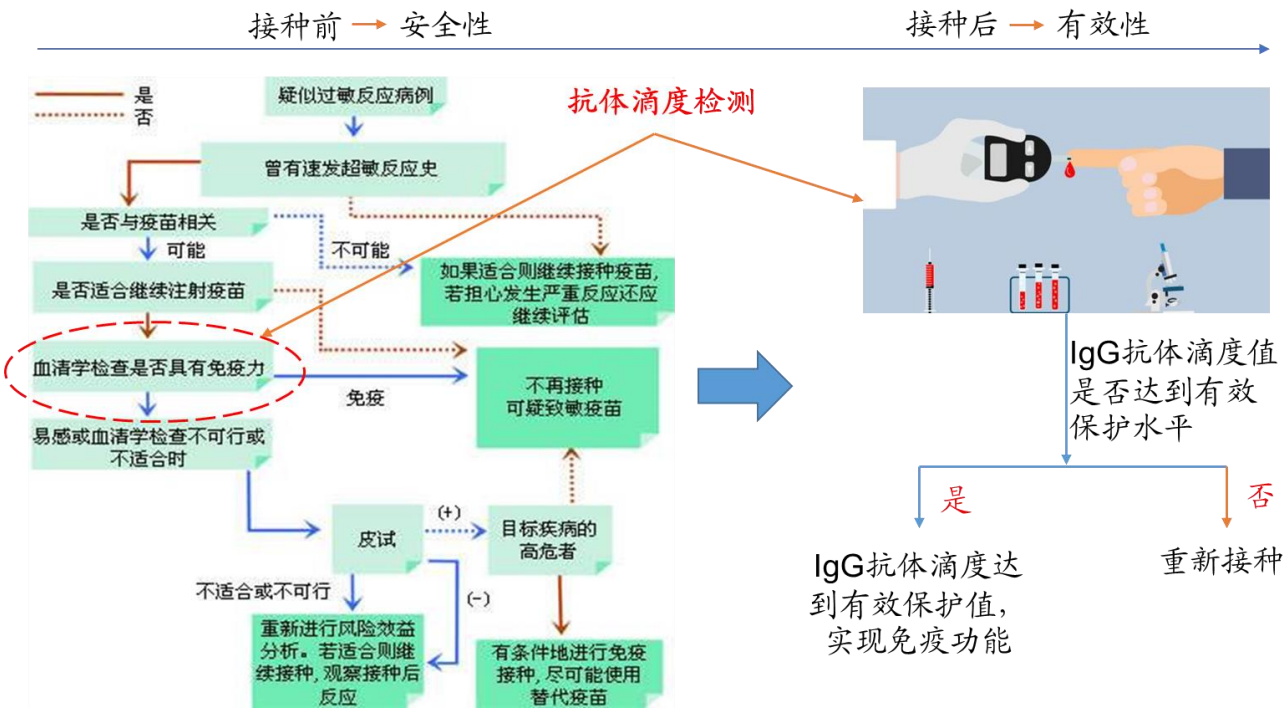
Q4：新冠疫苗上市之后，检测、防护等是否还有机会？

疫苗保护时间存在未知，抗体检测需要可能长期存在。

目前海外和国内检测以核酸检测为主，也是确认新冠病毒感染的金标准，如果未来疫苗能控制疫情，感染人数下降，则核酸试剂需求可能下降。从目前全球新冠疫苗的产能来看，短期要完成群体免疫较为困难，疫情仍会继续传播，核酸检测需求不会大幅削减。

疫苗生产抗体的保护时间未知，而且并非所有人接种疫苗都可以产生保护，抗体检测成为必须，类似于接种乙肝疫苗后，部分高危人群需要定期检测抗体，新冠抗体检测需求我们认为可能长期存在，而且国产化学发光检测抗体具有先发优势。

图 6：疫苗安全接种流程图



资料来源：科学网，东兴证券研究所

Q5：医药行业有那些细分领域值得长期关注？

医药行业细分领域众多，随着国内技术能力提升，国产化进程加速，更多细分领域值得关注，在医疗器械子行业机会更多，例如骨科中的人工关节；口腔科耗材中的人口种植牙、口腔修复膜、隐形正畸材料；眼科耗材中人工晶体、角膜塑形镜；心外科耗材中的人工瓣膜等。在这些细分领域中，都是进口占了主要份额，但随着国产产品技术升级到了与外企相当，而且伴随医疗支付和采购完善，更多政策偏向高性价比的国产产品时，进口替代正加速推进。

其他子行业中，医药研发相关的服务，如 CMO，CDMO、CRO 等受益于新药研发的热潮也处于高景气阶段，行业符合增速在 25%以上;2019 年 CMO/CDMO 行业启动一轮融资扩产，包括高领等资本积极参与，新增产能将为承接更多订单做好准备。

Q6：医药行业估值目前处于什么位置，可以继续配置吗？

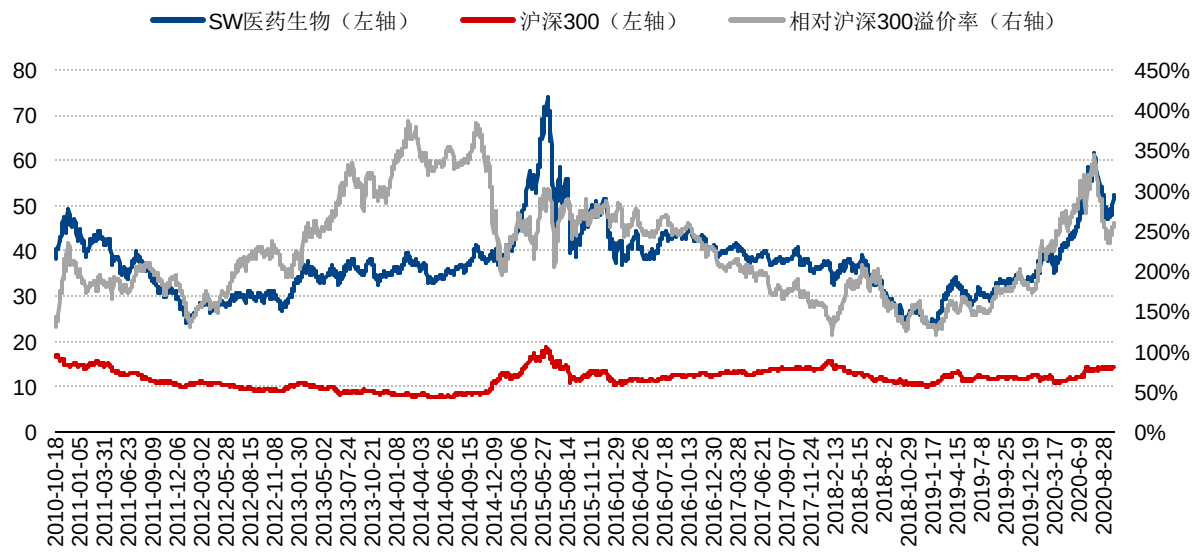
医药板块长期相对于大盘溢价，随着更多创新型企业上市，估值水平将继续提高：

第一、今年以来医药板块估值提高有疫情的影响，实际上疫情对部分公司业绩影响远超过估值的提高，部分诊断试剂和防护用品企业，2020 年年底上调业绩之后，估值甚至会大幅下降；8 月份以来医药估值创新高之后，出现一定的调整则与机构的配置有关，目前经过 1 个半月的调整医药配置已有所下降。

第二、医药板块估值的趋势长期是继续上升的，因为更多科创板企业上市，其短期盈利较少甚至亏损，必然影响板块整体估值，而且更多医药企业投入创新，其在研产品需要二次估值，也带动估值溢价提升。

总之，医药估值趋势短期受业绩和资金配置的影响，长期受医药行业发展模式的影响。

图 7：2010 年至今医药生物板块估值水平及估值溢价率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

风险提示：新冠疫苗研发的不确定性；新药研发的不确定性风险；药品耗材招标降价风险

此访谈基于以下已发布报告内容：

2020 年 6 月 25 日《医药：新冠疫苗研发步入关键阶段现有数据怎么看，III 期临床如何开展？》

胡博新 SAC 执业证书编号：S1480519050003

2020 年 8 月 12 日《医药行业：疫苗来了，新冠病毒检测怎么办》

胡博新 SAC 执业证书编号：S1480519050003

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526