太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-04-05
行业周报
看好/维持
制药、生物科技与生命科学

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

医药周报—关注年报和一季度业绩有望超预期的优质个股

■ 走势对比



■ 子行业评级

相关研究报告：

《业绩高增长，眼视光领域渠道优势继续夯实，产品研发稳步推进》--2021/04/01

《国内客户收入快速放量，研发项目稳步推进》--2021/03/31

《万孚生物 2020 年年报点评：主业增长恢复正常，借力新冠实现海外拓展》--2021/03/31

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL：shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL：tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520090001

报告摘要

本周周报我们以新产业为例，讨论化学发光免疫分析仪的高速机对单产提升的逻辑。

近期我们在中国国际检验医学暨输血仪器试剂博览会（CACLP）中发现，化学发光免疫分析技术前景明朗，不少 IVD 企业争相布局，并且陆续开始布局自动化流水线产品，一是大医院集中检测有现实需要，二是对于企业而言也是技术水平的展现。然而我们认为，除了流水线外，大力研发更高速度、更大通量的单体设备，不失为一种有力的竞争手段。

大型仪器装机数量占比提升至 53%。虽然上半年受疫情影响，但全年国内仍实现销售收入 13.67 亿元,同比增长 2.22%；国内化学发光仪新增装机 1,363 台，其中大型化学发光仪 MAGLUMI 4000 Plus、MAGLUMI X8 装机数量占比从 2017 年的 23%一直提升到 2020 年的 53%，其中超高速化学发光免疫分析仪 MAGLUMI X8 仪器累计装机 437 台。

中大型客户提升，三甲医院覆盖率为 48%。大型化学发光免疫分析仪针对的客户群体为二级以上医院，因此，大型仪器的增加使得公司产品服务的三级医院客户数量也稳步提升，相比 2019 年末增加 127 家至 1034 家，其中三甲医院数量覆盖数量达 726 家，公司产品的三甲医院覆盖率提升为 47.89%。其中，在 2020 年新增装机中，新开拓客户约 848 家、占比 60%。

大型仪器的年均单产大幅增加至 80w。由于高等级医院诊疗量大，作为主力机型的设备单产相对于低级别医院会有质的提升。从 2020 年第四季度整体的发光试剂使用情况来看，三级医院占到了 44%的比重、二级占 35%；按照单月测试量的统计，全年 X8 可以达既定的 80 万的产出目标。

单产提高标志着收入的大幅提升。随着公司推出大型仪器后中大型终端客户占比提升、高端机型销售模式转为与试剂订货量挂钩、术前八项等检测量大的常规项目菜单补全，我们认为公司化学发光免疫分析仪器的整体的年均单产有望快速提升；而设备单产跟销售收入直接相关，对

应公司的收入也有望迎来较高的增长。

详见我们近期发布的《新产业深度报告：国内化学发光领先企业，海外把握契机加速扩张》和《新产业 2020 年年报点评：国内大型仪器和中大型客户占比增加，海外品牌知名度提升》。

行情回顾：本周医药板块强势反弹，医疗服务涨幅较大。本周生物医药板块上涨 2.90%，跑赢沪深 300 指数 0.45pct，跑输创业板指数 0.99pct，在 30 个中信一级行业中涨幅排名第 6。本周中信医药大部分子板块均为上涨态势，其中医疗服务和医疗器械板块涨幅较大，分别上涨 6.27%和 5.26%。目前处于年报及一季报披露时期，部分业绩超预期个股存在业绩催化行情。年初至今以板块内龙头及白马标的为代表的核心资产回调幅度较大，而多数核心资产基本面优异、业绩增长明确，随着 21 年估值逐渐切换，显现出较好的配置价值。基于长期竞争优势与业绩估值平衡性，我们关注细分领域里质地优良、估值相对合理具有安全边际、增长确定性强的标的，包括血制品、疫苗、类消费生物药和药店，药用包材龙头山东药玻，以及回归到合理估值范围医疗器械龙头迈瑞医疗。

投资建议：

1、类消费生物药：重点推荐长春高新

预计 21 年 1 季度新患入组恢复状况良好，全年新患入组和纯销预计将再回高速增长状态，持续坚定看好。

2、零售药店板块：稳健快速增长，估值合理，成长逻辑不改

①行业增速稳健，O2O 业务带动同店增长，费用减少业绩增长提速；
②医药分家大趋势下，中长期处方外流带来的市场扩容、集中程度提升、龙头优势巩固提升逻辑不变。
③ 线上药店受限于医保属地化管理，在医保端对接存在困难，线上线下商品差异明显，线上药店对线下冲击非常有限。
重点关注估值便宜合理，业绩提速的一心堂、老百姓。

3、血制品板块：重点推荐天坛生物、华兰生物

截止目前，根据中检院数据，3 月白蛋白批签发同比下降 45%，国产下降 33%，进口下降 62%；1-3 月白蛋白合计下降 51%，国产下降 28%，进口下降 62%。
我们预计海外 2020 年整体采浆量预计将同比下降 15%以上，海外采浆量预计大概率影响 21 年的国内白蛋白供给量。考虑到国内需求

恢复，预计供需短缺口逐渐体现。供需存在缺口逻辑进入到兑现期。白蛋白价格有望继续往上，景气度持续提升。血制品板块调整较多，已进入可布局阶段。

重点推荐龙头标的天坛生物、华兰生物，前期发布深度报告《天坛生物：稀缺的具有成长逻辑的血制品企业，成长路径清晰，确定性高》。

4、疫苗板块：重点推荐智飞生物、万泰生物、康华生物

国内疫苗企业新冠疫苗即将进入兑现期，业绩弹性大，接下来催化剂不断，3 期数据披露以及订单情况披露。近期出现回调，疫苗板块估值向上空间大于向下空间。

5、医疗器械板块：关注迈瑞医疗、新产业、万孚生物和普门科技。

经过前期回调，回归到合理估值范围医疗器械龙头迈瑞医疗

普门科技：横跨治疗康复和体外诊断，电化学发光黑马，未来 3-5 年符合增速 30%+，高速成长。

近期发布普门科技深度报告《普门科技：横跨治疗康复和体外诊断，电化学发光黑马》。

6、山东药玻：药用玻璃细分龙头，受益于化药注射剂一致性评价提速+新冠疫苗包材需求旺盛，业绩增长稳定，估值合理。

近期发布深度报告《山东药玻：行业升级趋势确定，药玻龙头前程似锦》，重点推荐山东药玻。

4 月推荐组合：智飞生物、万泰生物、天坛生物、华兰生物、一心堂、迈瑞医疗、新产业、万孚生物、长春高新、山东药玻。

风险提示：行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

目录

一、化学发光：化学发光免疫分析仪的进一步发展不仅在流水线布局，还有高速机带动单产提升..... 6
二、行业观点及投资建议：关注业绩有望超预期的优质个股..... 8
三、重点公司跟踪点评..... 11
（一）新产业年报点评：国内大型仪器和中大型客户占比增加，海外品牌知名度提升 11
（二）万孚生物年报点评：主业增长恢复正常，借力新冠实现海外拓展..... 12
（三）欧普康视年报点评：业绩高增长，眼视光领域渠道优势继续夯实，产品研发稳步推进 14
（四）键凯科技年报点评：国内客户收入快速放量，研发项目稳步推进..... 15
（五）华兰生物年报点评：预计 2021 年血制品供给不成问题，血制品业务有望实现稳定增长，四价流感疫苗需求有望持续旺盛 17
（六）长春高新 2021Q1 业绩预告点评：业绩超预期，中长期增长逻辑明确..... 18
四、板块行情..... 20
（一）本周板块行情回顾：板块强势回暖，核心资产反弹力度较大..... 20
1、本周生物医药板块走势：整体强劲上涨，核心资产引领板块反弹 20
2、医药板块绝对估值有所回调，溢价率处于十年历史均值附近 20
（二）沪港通资金持仓变化：各子板块北上资金均有所增长..... 21

图表目录

图表 1：本周中信医药指数走势 8
图表 2：本周生物医药子板块涨跌幅 8
图表 3：本周中信各大子板块涨跌幅 20
图表 4：2010 年至今医药板块整体估值溢价率 21
图表 5：2010 年至今医药各子行业估值变化情况 21
图表 6：北上资金陆港通持股市值情况（亿元） 22
图表 7：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元） 22
图表 8：南下资金港股通持股市值情况（亿港币） 22
图表 9：北上资金港股通本周持股市值变化（亿港币） 22

一、化学发光：化学发光免疫分析仪的进一步发展不仅在流水线布局，还有高速机带动单产提升

本周周报我们以新产业为例，讨论化学发光免疫分析仪的高速机对单产提升的逻辑。

近期我们在中国国际检验医学暨输血仪器试剂博览会（CACLP）中发现，化学发光免疫分析技术前景明朗，不少IVD企业争相布局，并且陆续开始布局自动化流水线产品，一是大医院集中检测有现实需要，二是对于企业而言也是技术水平的展现。然而我们认为，除了流水线外，大力研发更高速度、更大通量的单体设备，不失为一种有力的竞争手段。

大型仪器装机数量占比提升至53%。虽然上半年受疫情影响，但全年国内仍实现销售收入13.67亿元,同比增长2.22%；国内化学发光仪新增装机1,363台，其中大型化学发光仪MAGLUMI 4000 Plus、MAGLUMI X8装机数量占比从2017年的23%一直提升到2020年的53%，其中超高速化学发光免疫分析仪MAGLUMI X8仪器累计装机437台。

中大型客户提升，三甲医院覆盖率为48%。大型化学发光免疫分析仪针对的客户群体为二级以上医院，因此，大型仪器的增加使得公司产品服务的三级医院客户数量也稳步提升，相比2019年末增加127家至1034家，其中三甲医院数量覆盖数量达726家，公司产品的三甲医院覆盖率提升为47.89%。其中，在2020年新增装机中，新开拓客户约848家、占比60%。

大型仪器的年均单产大幅增加至80w。由于高等级医院诊疗量大，作为主力机型的设备单产相对于低级别医院会有质的提升。从2020年第四季度整体的发光试剂使用情况来看，三级医院占到了44%的比重、二级占35%；按照单月测试量的统计，全年X8可以达既定的80万的产出目标。

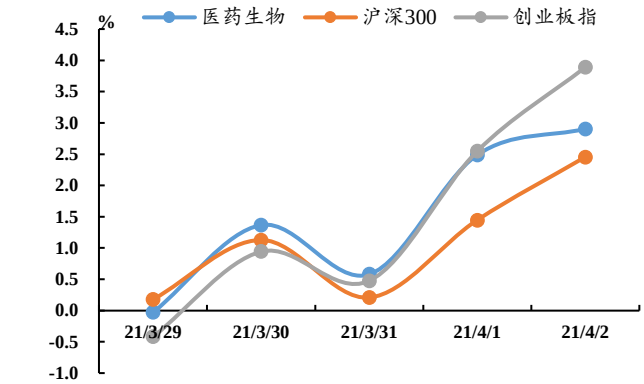
单产提高标志着收入的大幅提升。随着公司推出大型仪器后中大型终端客户占比提升、高端机型销售模式转为与试剂订货量挂钩、术前八项等检测量大的常规项目菜单补全，我们认为公司化学发光免疫分析仪器的整体的年均单产有望快速提升；而设备单产跟销售收入直接相关，对应公司的收入也有望迎来较高的增长。

详见我们近期发布的《新产业深度报告：国内化学发光领先企业，海外把握契机加速扩张》和《新产业2020年年报点评：国内大型仪器和中大型客户占比增加，海外品牌知名度提升》。

二、行业观点及投资建议：关注业绩有望超预期的优质个股

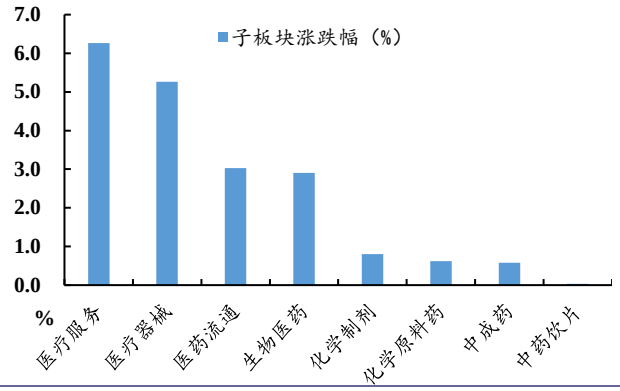
行情回顾：本周医药板块强势反弹，医疗服务涨幅较大。本周生物医药板块上涨2.90%，跑赢沪深300指数0.45pct，跑输创业板指数0.99pct，在30个中信一级行业中涨幅排名第6。本周中信医药大部分子板块均为上涨态势，其中医疗服务和医疗器械板块涨幅较大，分别上涨6.27%和5.26%。目前处于年报及一季报披露时期，部分业绩超预期个股存在业绩催化行情。**年初至今以板块内龙头及白马标的为代表的核心资产回调幅度较大，而多数核心资产基本面优异、业绩增长明确，随着21年估值逐渐切换，显现出较好的配置价值。基于长期竞争优势与业绩估值平衡性，我们关注细分领域里质地优良、估值相对合理具有安全边际、增长确定性强的标的，包括血制品、疫苗、类消费生物药和药店，药用包材龙头山东药玻，以及回归到合理估值范围医疗器械龙头迈瑞医疗。**

图表 1：本周中信医药指数走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：WIND，太平洋证券整理

近期观点：建议关注细分领域里质地优良、估值相对合理、增长确定性强的标的，包括血制品、疫苗、类消费生物药和药店，受益于一致性评价药用玻璃龙头山东药玻，以及回归到合理估值范围医疗器械龙头迈瑞医疗。

1、类消费生物药：重点推荐长春高新

预计21年1季度新患入组恢复状况良好，全年新患入组和纯销预计将再回高速增长状态，持续坚定看好。

根据草根调研数据，我们预计21年1季度新患入组恢复状况良好，21年新患入组和纯销预计将再回高速增长状态。展望2021年，全年新患增速有望达到50%+，考虑到长效和水针对粉针的替代以及用药时长的提升，对应金赛生长激素销售额增速有望达到40%左右。结合20Q3、Q4以来优异的净利率表现以及重组促卵泡素的恢复，金赛净利润增速具备超预期的可能。

中期：渠道下沉是提高渗透率、降低脱落率的核心，也是为未来更健康、更持久的发展奠定基础。预计公司未来将逐渐加大对下沉工作的考核力度，鉴于医生培养周期通常需要约一年时间，渠道下沉的初步效果预计将于2022年开始体现。此外金赛长效水针治疗成人生长激素缺乏症已进入临床II期，参考美国成人生长激素市场规模和占比（公开信息显示美国约75%生长激素使用者年龄超过20岁），预计长效水针获批之后国内成人市场（治疗+保健）也将得到迅速发展。

长期：以3%矮小症发病率计算，截至2019年的4-15岁存量患儿约587万人，考虑金赛、安科以及联合赛尔等市场主要参与企业的销售额，预计期间累计治疗患儿数仅42万人，存量市场渗透率不足10%。对于生长激素补充市场来说，销售网络布局壁垒高、医生培训成本和转换成本双高，构成行业核心壁垒。金赛作为龙头企业，在产品质量、医生教育方面有着绝对性优势，进口企业和Biotech在组建队伍、招标入院销售方面存在多重阻碍，金赛70%市占率格局稳固。

风险提示：模型假设与实际不符；新患拓展不及预期；产品竞争降价超过预期；渠道下沉进展不及预期；研发进展不及预期。

2、零售药店板块：稳健快速增长+线上药店对线下冲击非常有限，成长逻辑不改

①行业增速稳健，O2O业务带动同店增长，费用减少业绩增长提速；

②医药分家大趋势下，中长期处方外流带来的市场扩容、集中程度提升、龙头优势巩固提升逻辑不变。

③ 线上药店受限于医保属地化管理，在医保端对接存在困难，线上线下商品差异明显，线上药店对线下冲击非常有限。

重点关注估值便宜合理，业绩提速的一心堂、老百姓。

相关标的:一心堂、大参林、老百姓、益丰药房

3、血制品板块：重点推荐天坛生物、华兰生物

截止目前，根据中检院数据，3月白蛋白批签发同比下降45%，国产下降33%，进口下降62%；1-3月白蛋白合计下降51%，国产下降28%，进口下降62%。

我们预计海外2020年整体采浆量预计将同比下降15%以上，海外采浆量预计大概率影响21年的国内白蛋白供给量。考虑到国内需求恢复，预计供需短缺口逐渐体现。供需存在缺口逻辑进入到兑现期。白蛋白价格有望继续往上，景气度持续提升。血制品板块调整较多，已进入可布局阶段。

重点推荐龙头标的天坛生物、华兰生物，前期发布深度报告《天坛生物：稀缺的具有成长逻辑的血制品企业，成长路径清晰，确定性高》。

4、疫苗板块：重点推荐智飞生物、万泰生物、康华生物

国内疫苗企业新冠疫苗即将进入兑现期，业绩弹性大，接下来催化剂不断，3期数据披露以及订单情况披露。近期出现回调，疫苗板块估值向上空间大于向下空间。

继续推荐智飞生物、万泰生物、康华生物。

5、医疗器械板块：关注迈瑞医疗、新产业、万孚生物和普门科技。

经过前期回调，回归到合理估值范围医疗器械龙头迈瑞医疗

普门科技：横跨治疗康复和体外诊断，电化学发光黑马，未来3-5年符合增速30%+，高速成长。

近期发布普门科技深度报告《普门科技：横跨治疗康复和体外诊断，电化学发光黑马》。

相关标的：迈瑞医疗、新产业、万孚生物和普门科技。

6、山东药玻：药用玻璃细分龙头，受益于化药注射剂一致性评价提速+新冠疫苗包材需求旺盛，业绩增长稳定，估值合理

近期发布深度报告《山东药玻：行业升级趋势确定，药玻龙头前程似锦》，重点推荐山东药玻。

4月推荐组合：智飞生物、万泰生物、天坛生物、华兰生物、一心堂、迈瑞医疗、新产业、万孚生物、长春高新、山东药玻。

三、重点公司跟踪点评

（一）新产业年报点评：国内大型仪器和中大型客户占比增加，海外品牌知名度提升

事件：3月30日晚，公司发布2020年年度报告:公司2020年实现营业收入21.95亿元，同比增长30.53%；归母净利润9.39亿元，同比增长21.56%；扣非净利润8.57亿元，同比增长19.36%；扣除股份支付和汇兑损益影响后，公司2020年度税后经营性利润同比增长41.26%。其中，2020年第四季度实现营业收入6.25亿元，同比增长26.28%。

经营活动产生的现金流量净额9.77亿元，同比增长17.42%。公司拟向全体股东每10股转增9股并派发现金红利10元，合计派发现金红利4.12亿元（含税）。

国内新增大型仪器和中大型客户的数量占比提升，有望推动仪器年均单产增加

虽然上半年受疫情影响，但全年国内仍实现销售收入13.67亿元,同比增长2.22%；国内化学发光仪新增装机1,363台，其中大型化学发光仪MAGLUMI 4000Plus、MAGLUMI X8装机数量占比达到53.26%，其中超高速化学发光免疫分析仪MAGLUMI X8仪器累计装机437台。

公司产品服务的三级医院客户数量也稳步提升，相比2019年末增加127家至1034家，其中三甲医院数量覆盖数量达726家，公司产品的三甲医院覆盖率提升为47.89%。

随着公司推出大型仪器后中大型终端客户占比提升、高端机型销售模式转为与试剂订货量挂钩、术前八项等检测量大的常规项目菜单补全，我们认为公司化学发光免疫分析仪器的年均单产有望快速提升。

借助新冠试剂加速海外中大型客户的拓展，扣除新冠试剂销售收入后海外仍实现47%的增长

公司于2020年2月上旬成功研发出全自动化学发光新冠抗体检测试剂，并首家完成欧盟地区CE准入。得益于在海外已建立的成熟销售网络和稳固客户基础，新冠抗体检测试剂全年实现销售收入3.2亿元；同时为欧洲和拉美部分国家的第三方医学实验室提供了新冠抗体检测的产品服务方案，有利推动了海外中大型医疗终端客户的拓展。

公司全年实现海外业务销售收入8.23亿元，同比增长140.16%；海外化学发光免疫仪器销售1,868台，中大型机销量占比提升至26.23%。若剔除新冠抗体检测试剂实现的销售收入，海外业务销售收入仍实现46.76%的高速增长。由此推断，公司海外业务的快速增长，不仅受益于新冠检测试剂的销售、进而带动仪器装机以及炎症等其他检测

试剂的销售，更多得益于“Snibe”海外品牌知名度的逐年提升。

持续丰富发光和生化的试剂产品线，MAGLUMIX3提升公司化学发光产品在中小客户的竞争力

公司进一步加大新产品的研发投入，2020年国内新增化学发光免疫试剂20项注册证，生化试剂20项注册证；proGRP、HE4、PIVKA-II等肿瘤标志物项目均为国内领先，在甲状腺功能、心血管疾病和炎症监测类的检测项目都有临床需求的新产品推出。公司于2019年组建了分子诊断研发团队，于2020年9月推出了首款新冠核酸检测试剂盒，目前已有三项新冠核酸检测试剂获得CE准入许可，面向海外市场销售。公司发布检测速度高达 200测试/小时的MAGLUMI X3全自动发光免疫分析仪，于2021年3月取得国内产品注册证，有利于提升公司化学发光产品在中小客户的竞争力。

国内仪器销售政策调整影响毛利率，股权激励费用和汇兑损益变动影响净利

公司的销售毛利率同比下降2.78pct至77.18%，分产品来看，主要是仪器及配套软件的毛利率下降了9.03pct；分地区来看，主要是国内地区的毛利率下降了5.77pct，我们推测，毛利率下降可能跟大型化学发光仪的销售政策调整有关。

销售净利率同比下降3.16pct至42.79%，除了受到毛利率的影响，还有分摊股权激励费用导致管理费用提升（2020年度股份支付费用为1.41亿元）、汇兑损益变动导致财务费用增加等（2020年相较2019年增加3,349万元）因素。

盈利预测与投资评级：基于公司核心业务板块分析，我们预计2021-2023年营业收入分别为28.80亿/37.49亿/48.90亿，同比增速分别为31%/30%/30%；归母净利润分别为11.54亿/16.37亿/21.83亿，分别增长23%/42%/33%；EPS分别为2.80/3.97/5.30，按照2021年3月30日收盘价对应2021年41倍PE。维持“买入”评级。

风险提示：竞争激烈程度加剧风险，降价幅度超预期风险，研发进展不及预期风险，海外市场波动风险，新型冠状病毒肺炎疫情持续影响的风险。

（二）万孚生物年报点评：主业增长恢复正常，借力新冠实现海外拓展

事件：3月30日晚，公司发布2020年年度报告:全年实现营业收入28.11亿元，同比增长35.64%；归母净利润6.34亿元，同比增长63.67%；扣非净利润5.90亿元，同比增

长59.08%。资产减值损失1.16亿元，其中商誉减值损失7174万元。其中，2020年第四季度实现营业收入6.38亿元，同比下滑1.62%，主要是受到渠道业务剥离的影响。

经营活动产生的现金流量净额同比增长242.68%至10.62亿元。公司拟向全体股东每10股派发现金股利5元（含税），并以资本公积金向全体股东每10股转增3股。

新冠系列检测试剂贡献约10亿收入，传染病检测收入增速151%

（1）传染病检测：全年实现销售收入14.53亿元，同比增加151.19%，其中新冠系列检试剂实现销售收入约10.45亿元；销售毛利率同比提升5.99pct至76.57%，带动公司整体毛利率提升3.81pct至69.02%。

①新冠检测：公司研发和生产的新冠抗体检测试剂（胶体金法）于2月22日获得中国NMPA应急审批，3月6日取得欧盟CE认证，上半年大量出口到海外；新冠抗原检测试剂于11月3日通过中国NMPA应急审批，并在欧洲的德国、比利时、英国等国实现销售。

②常规检测：去年由于疫情防疫措施导致呼吸道发病率整体降低，流感疫苗的接种强度也明显高于往年，公司流感检测产品增长面临一定压力。不过，新品乙肝两对半和术前四项快速放量，国内的常规传染病业务保持了稳定的发展。海外启动了新冠抗原、梅毒、疟疾等十余个传染病项目的WHO PQ认证，HIV产品2020年陆续取得了非洲多个国家的国家准入，被部分国家列入卫生部临床指南。

（2）非传染病检测业务：①慢病管理检测：全年实现销售收入5.70亿元，同比下滑5.96%，主要是因为疫情期间门诊量和样本量大幅下降，毛利率也同比下滑5.05 pct至79.11%。公司的化学发光技术平台以“血栓六项”检测产品作为尖刀产品，快速打开部分三级医院和二级医院的市场，同时带动其他检测项目入院，仪器装机量和终端覆盖率快速提升。

②毒品（药物滥用）检测：全年实现销售收入2.41亿元，同比增长4.63%，毛利率同比提升3.22pct至60.59%。从2020年第二季度开始，美国受疫情影响较为严重，第三方毒检实验室的终端消耗量随之受到较大影响。公司积极对美国毒检业务进行战略调整，下半年毒检产品收入实现较好的增长，特别是新品销售业绩大幅增长。

③优生优育检测：全年实现收入1.68亿元，同比增长11.94%。虽然新冠疫情带来负面影响，公司在中国大陆地区的优生优育检测业务仍然实现了快速增长；虽然2020年上半年，欧洲的主要销售地包括英国、西班牙、意大利等均为新冠疫情的重灾区，优生优育业务受到较大负面波及，业务量同比下滑；下半年，公司在欧洲地区的优生优育业务已实现快速恢复，并积极推进欧洲孕检市场产品结构的更新换代，以及在美

国、拉美、亚洲等地积极拓展优生优育业务。

④贸易类业务：截至2020年底，该业务已经基本实现剥离。

化学发光、分子诊断等领域实现突破性进展

（1）化学发光：2020年，公司化学发光技术平台获得三十余项试剂项目的注册证，已形成覆盖心脑血管标志物、炎症标志物、肾功能标志物、肿瘤标志物、性激素、血栓标志物、骨代谢、生殖、高血压等多领域的检测项目清单。通过2020年全年的市场推广，公司化学发光产品拓展迅速，产品性能也初步获得市场的认可。

（2）分子诊断：① 2020年9月，万孚倍特的Boxarray全自动核酸扩增分析系统获得由国家药品监局管理局颁发的三类医疗器械注册证，血流感染检测试剂盒和呼吸道多重病原体检测试剂盒都已在多中心开展临床实验。② 2020年，万孚卡蒂斯的试剂生产车间在报告期内已竣工，并完成环评验收；与百时美施贵宝共同推动MSI（微卫星不稳定性）检测作为肿瘤的伴随诊断注册正式启动。③公司自研分子诊断平台的数款仪器正在注册中，试剂开发已展开布局。

（3）病理业务：公司的全自动免疫组化染色机，可同时运行IHC-FISH和多种特殊染色工作，有望提升国内病理检测的整体水平。

盈利预测与投资评级：

基于公司核心业务板块分析，我们预计2021-2023营业收入分别为36.19亿/45.41亿/56.89亿，同比增速分别为29%/25%/25%；归母净利润分别为7.96亿/9.96亿/12.89亿，分别增长26%/25%/29%；EPS分别为2.32/2.91/3.76，按照2021年3月31日收盘价对应2020年36倍PE。维持“买入”评级。

风险提示：新型冠状病毒肺炎疫情持续影响的风险；新品研发、注册及认证风险；市场竞争日趋激烈的风险；政策变化风险；分销商管理风险；汇率变动风险。

（三）欧普康视年报点评：业绩高增长，眼视光领域渠道优势继续夯实，产品研发稳步推进

事件：公司发布2020年年度报告，实现营收8.71亿元（+34.59%），归母净利润4.33亿元（+41.20%），经营现金流净额3.81亿元（+38.34%）。EPS0.72元/股。每 10 股派发现金红利 0.93 元（含税）。

业绩延续高增长，角膜塑形镜稳健增长、研发进展稳步推进，护理产品实现高增长。

分季度看，2020年四季度公司业绩实现高增长：Q4单季度公司实现营收2.64亿元（同比+63.09%），归母净利润1.56亿元（同比+100.97%）。

分业务看，角膜塑形镜稳健增长，护理产品高增长：2020年，公司角膜塑形镜收入5.22亿（同比+19.23%），高端镜片占比稳步提升；护理产品收入1.55亿（同比+44.46%）。2020年，公司角膜塑形镜产品系列的研发进展稳步推进，超高透氧角膜塑形镜已进入临床试验阶段，增加了DreamVision系列的散光设计；同时，公司镜片材料研发项目进展顺利，预计不久将完成自产材料的开发工作。

通过拓展经销渠道以及建设自有终端，2020年公司继续夯实在眼视光领域的终端覆盖优势。

2020年，公司一方面通过技术培训和售后服务拓展经销渠道，全年拓展了近200家新合作终端，目前已建立合作关系的终端总数超过1100家；另一方面通过投资和并购扩大自有视光终端，全年度新增70余家营销服务终端，包括眼科医院、门诊部、诊所、视光中心等。

中长期，国内角膜塑形镜渗透率提升空间大，公司作为行业龙头业绩成长确定性高。

角膜塑形镜在我国8~18岁近视青少年的渗透率仅为1.26%，提升空间大。经历约20年的市场培育，需求端患者对角膜塑形镜的认知及消费能力提高，服务端眼视光医生供给增多，这些为角膜塑形镜渗透率的提升提供了基础。公司作为角膜塑形镜领域龙头企业，具备产品性价比优势、终端覆盖优势，业绩成长确定性高。

盈利预测：预计公司21-23年归母净利润分别为5.83/7.99/10.36亿元，对应PE分别为96/72/54倍，首次覆盖，给与“买入”评级。

风险提示：角膜塑形镜行业竞争加剧风险；新产品推广不及预期的风险。

（四）键凯科技年报点评：国内客户收入快速放量，研发项目稳步推进

事件：公司发布年报，预计2020年全年实现收入1.87亿元（+38.94%，YoY下同）、

归母净利润0.86亿元（+39.22%）、扣非后归母净利润0.83亿元（+51.73%）。整体业绩符合预期。

国内客户收入快速放量，国外客户销售保持稳健。按业务类型来分，20年全年PEG产品销售收入为1.64亿元（+38.65%）、技术使用费收入0.22亿元（+36.44%），技术使用费仍主要以特宝生物派格宾销售分成为主，20年特宝生物派格宾销售收入4.58亿元（+26.20%），据此计算公司销售分成比例提升至4.7%-4.8%。按下游客户来看，20年国内地区收入0.92亿元（+66.67%）、国外地区收入0.94亿元（+19.51%），得益于金赛和恒瑞等客户终端产品的放量，国内客户收入增长显著提速。产销量方面，PEG衍生物全年销量668.90Kg（+5.81%），据此计算衍生物销售均价同比提升31%至24.51万元/Kg，预计主要是由于单价更高的药品端销量增长较快。

毛利率稳步提升，管理费用率持续改善。20年公司整体毛利率为85.97%（+1.66pct），拆分来看，国内地区毛利率为82.99%（-2.71pct），毛利率有所下降，主要是公司采取阶梯定价机制，下游客户产品订购量增加通常会使产品平均价格下降；国外地区毛利率为88.87%（+5.55pct），预计由于国外销售的产品结构变化带来的销售单价的提高，同时生产规模效应使单位成本有所下降。费用端，全年合计期间费用率为29.98%（-3.72pct），主要是由于收入规模快速扩张而销售、管理费用等支出增速相对较慢。20年全年公司净利率为45.91%，同比保持稳中有升态势。

研发投入占比维持高位，新药研发与专利申请稳步推进。公司20年研发投入0.26亿元（全部费用化），占收入比重为14.09%，仍维持相对较高水平。20年公司重磅在研PEG-伊立替康已完成I期临床试验全部6个剂量组受试者的入组，并于网上提交了突破性治疗的资料，预计21年可进入II期；JK1214R项目已完成药效学研究，其他临床前研究预计也将于21年完成全部临床前研究；JK-2122H项目对制剂工艺进行了进一步优化；JK-1219I项目已完成分离纯化工艺摸索、样品制备和药效学试验；其他研发储备项目均按计划进行，进度符合预期。专利方面公司全年提交新申请专利 5 件，新获得授权12件，持续夯实PEG修饰领域技术护城河。

业绩增长确定性强，维持“买入”评级。受益于下游金赛、恒瑞、豪森等国内客户终端产品处于快速放量阶段、国外客户订单保持持续稳定增加趋势，中短期公司PEG衍生物销售有望实现稳定增长；授权特宝生物Y型专利的派格宾等蛋白质成功上市可

为公司贡献丰厚销售分成；股权激励方案出台也为短期业绩增长“注入强心剂“。长期来看公司为全球PEG衍生物行业引领企业，掌握衍生物生产全产业链核心技术，产品质量与客户资源优势明显，有望分享PEG修饰应用市场扩容红利。盈利预测方面考虑股权激励费用摊销，预计21-23年归母净利润为0.90/1.31/1.72亿元，对应当前PE为64/44/33倍，维持“买入”评级。

风险提示。产品订单量不及预期；客户合作进展不及预期；新品研发不及预期；竞争压力大于预期。

（五）华兰生物年报点评：预计 2021 年血制品供给不成问题，血制品业务有望实现稳定增长，四价流感疫苗需求有望持续旺盛

事件：公司发布2020年年报，全年实现收入2020年度公司实现营业收入50.23亿元（+35.8%），归母净利润16.13亿元（+25.7%），扣非归母净利润14.78亿元（28.8%），每 10 股派发现金红利 3 元(含税)。

业绩符合预期，四价流感驱动业绩高增长，血制品业务同比基本持平。2020年度公司实现营业收入50.23亿元（+35.8%），归母净利润16.13亿元（+25.7%），扣非归母净利润14.78亿元（28.8%）。其中血制品收入25.9亿元（-1.99%），疫苗收入24.2亿元（+132.1%）。疫苗净利润9.25亿元（+147%），归母6.94亿元。预计血制品净利润为9.1亿元左右（重庆子公司4.70亿元+母公司预计4.4亿元），预计2019血制品净利润为9.2亿元左右（重庆子公司4.73亿元+母公司预计4.45亿元），基本持平。销售费用10.75亿元（+106.7%），主要是疫苗收入增加，销售费用增加。

血制品毛利率保持稳定。2020年血制品毛利率57.1%，基本与去年持平（同比下降-0.02%），母公司20年实现收入13.78亿元，19年14.36亿元，同比-4%。重庆子公司12.62亿元，19年12.31亿元，同比+3%。分产品看，人血白蛋白收入9.56亿元（-2.22%），静丙收入8.24亿元（-7.5%），其他血制品8.1亿元（4.63%）。

预计2021年血制品供给不成问题，血制品业务有望实现稳定增长。从存货结构来看，原材料7.41亿元（较之2019年底增加1.18亿元），在产品3.34亿元（减少0.41亿元），库存商品1.37亿元（同比减少0.07亿元）。原材料按照90%为血浆，吨浆成本80万，对应陈浆月份8-9个月左右。2020年采浆受疫情影响，预计与2019年基本持平略有下降，

预计2021年公司采浆将实现增长。虽然1季度中检院批签发数据显示，截止3月28日，根据中检院批签发数据，1-3月份华兰白蛋白63万支（-60%），预计主要是批签发受新冠影响以及生产周期的问题。全年来看，陈浆+2021年采浆量，预计华兰2021年血制品供给不成问题。

白蛋白价格有望继续往上。我们预计海外2020年整体采浆量预计将同比下降15%以上，海外采浆量预计大概率会影响21年的国内白蛋白供给量。考虑到国内需求恢复正常，预计供需短缺口将在21年逐渐体现。供需存在缺口逻辑逐步进入到兑现期。白蛋白价格有望继续往上，景气度持续提升。

国内21年四价流感需求有望持续旺盛。新冠疫情爆发，国内流感疫苗认知度有望提升，同时更多地区将流感疫苗纳入免疫规划或医保覆盖，渗透率有望持续提升。20年华兰四价流感批签发2062.4万支，华兰生物21年流感新产能有望部分释放，供给进一步增加，且四价流感儿童已完成临床实验并申报药品注册，有望赶上21年流感生产。

投资建议：预计血制品供给减少，血制品将处于景气度持续上升趋势，全年来看，陈浆+2021年采浆量，预计华兰2021年血制品供给不成问题，血制品业务有望实现稳定增长。流感疫苗处于高景气阶段，新冠疫情有望提高民众预防意识，加快流感疫苗渗透率提升，国内21年四价流感需求有望持续旺盛，华兰生物21年流感新产能有望部分释放，供给进一步增加。预计公司2021年-2023年净利20.47/24.67/27.46亿元，对应EPS1.12/1.35/1.51，对应2020-2022年估值36倍、30倍和27倍，继续维持“推荐”评级。

风险提示：采浆供应不及预期，四价流感需求不及预期，产能释放不及预期，价格波动风险，安全性生产风险。

（六）长春高新 2021Q1 业绩预告点评：业绩超预期，中长期增长逻辑明确

事件：公司发布2021年一季度业绩预告，Q1实现归母净利润8.41-8.95亿元，同比增长55%-65%，对应基本EPS为2.08-2.21元/股。整体业绩超预期。

Q1利润超预期，新患入组强势回暖。

从上市公司角度来看，19Q1、20Q1公司净利润为5.14、5.73亿元，21Q1按中位数

考虑少数股东损益（主要是百克生物，华康药业相对较少，根据百克水痘减毒活疫苗批签发数据推算），预计净利润约为9.1亿元，对应19Q1的复合增速约为33.3%。考虑到20年新患增速有所放缓，预计对21年纯销有所影响，因此我们认为21Q1净利润表现超预期。此外根据草根调研数据，预计21年1季度新患入组恢复状况良好，展望全年新患增速同比有望超过50%，考虑到长效和水针对粉针的替代以及用药时长的提升，对应金赛生长激素销售额增速有望超预期。

中期仍有持续快速增长动力。

若21年全年新患入组快速回暖，结合我们新患滚动模型测算，假设22年新患保持相对稳健增速，考虑21年新患增长的贡献，22年纯销预计仍可维持快速增长。而根据草根调研，为提升基层市场渗透率和用药黏性，20-21年公司开始大力推行渠道下沉销售改革，考虑到医生掌握生长激素补充疗法的学习周期，预计22年渠道下沉将初步体现改革成效，届时可处方医师数提升、医师产能瓶颈将得到缓解，且渠道深入基层将显著提升生长激素认知度与渗透率、用药黏性也将逐渐提升。此外金赛长效水针治疗成人生长激素缺乏症已进入临床II期，参考美国成人生长激素市场规模和占比，预计长效水针获批之后国内成人市场（治疗+保健）也将得到迅速发展。

长期生长激素渗透率提升趋势明确。

长期生长激素治疗渗透率仍有巨大提升空间，仅考虑存量市场，根据Wind样本医院数据测算，目前存量市场渗透率仅为10-12%。而对于生长激素补充市场来说，销售网络布局壁垒高、医生培训成本和转换成本双高，构成行业核心壁垒。金赛作为龙头企业，在产品质量、医生教育方面有着绝对性优势，进口企业和Biotech在组建队伍、招标入院销售方面存在多重阻碍，金赛70%市占率格局稳固。

维持“买入”评级。

公司是国内生长激素龙头企业，疫苗业务独具特色并即将独立上市，是稀缺“消费升级”白马企业。21年生长激素有望随着新患入组恢复营收为111.79/139.95/165.20亿元、归母净利润为40.62/50.88/60.45亿元，对应当前PE为44/35/30倍，维持“买入”评级。

风险提示：生长激素集采招标降价风险，在研产品获批不及预期的风险，生长激素或疫苗竞争加剧的风险。

四、板块行情

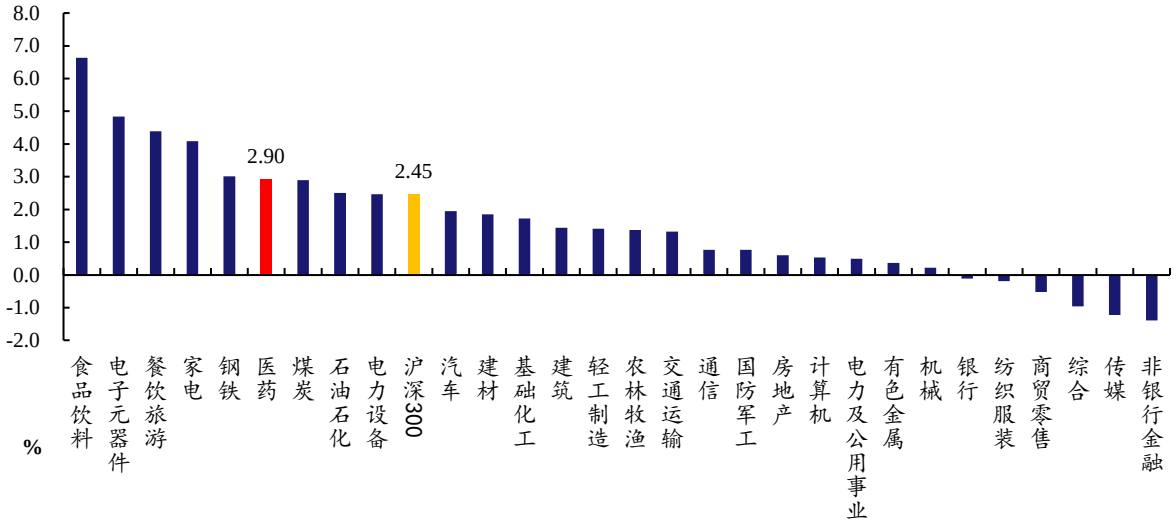
（一）本周板块行情回顾：板块强势回暖，核心资产反弹力度较大

1、本周生物医药板块走势：整体强劲上涨，核心资产引领板块反弹

本周（3月29日-4月2日）本周生物医药板块上涨2.90%，跑赢沪深300指数0.45pct，跑输创业板指数0.99pct，在30个中信一级行业中涨幅排名第6。本周中信医药大部分子板块均为上涨态势，其中医疗服务和医疗器械板块涨幅较大，分别上涨6.27%和5.26%。目前处于年报及一季报披露时期，部分业绩超预期个股存在业绩催化行情。

个股涨跌幅方面，本周上涨较多的子板块中，医疗服务主要是国际医学（+12.08%）和通策医疗（+11.11%）；生物药主要是翔宇医疗（+21.88%）、欧普康视（+15.66%）、健帆生物（+13.13%）、新产业（+10.42%）。

图表 3：本周中信各大子板块涨跌幅



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

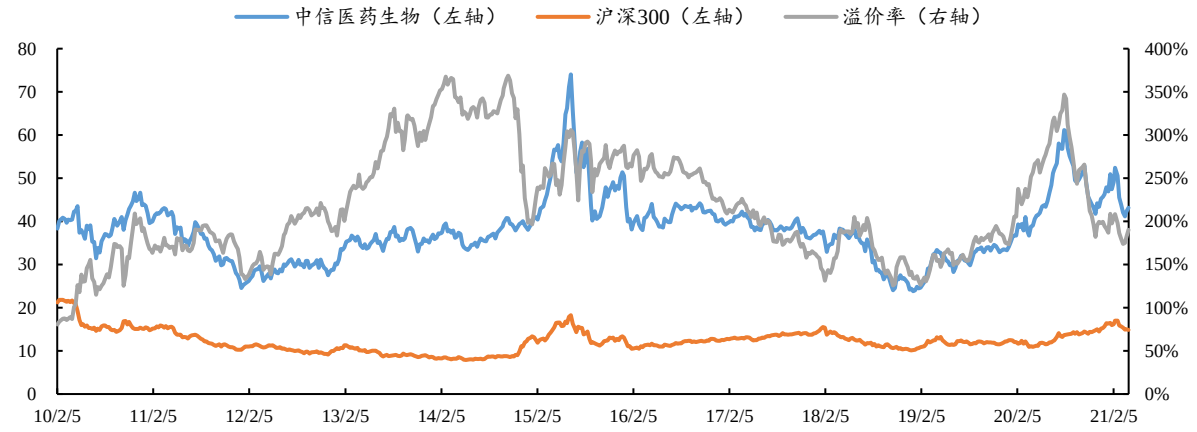
2、医药板块绝对估值有所回调，溢价率处于十年历史均值附近

医药板块绝对估值有所回调，溢价率处于十年历史均值附近。截止2021年4月2日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为43.15，比上周上升0.84。医药行业相对沪深300的估值溢价率为190.31%，环比提升了7.97个百分点，溢价率探底后有所回升。

核心资产出现反弹，医疗服务板块表现较好。子行业市盈率方面，医疗服务、生

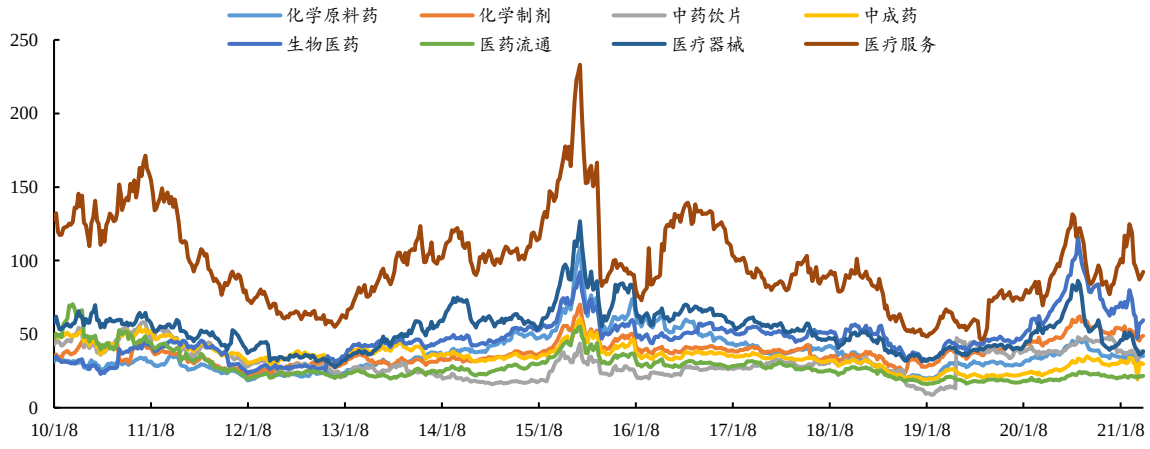
物医药和化学制剂板块居于前三位，PE分别为92.33倍、59.53倍和48.89倍，PE环比上周分别上升2.86、1.52和0.49。

图表 4：2010 年至今医药板块整体估值溢价率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：2010 年至今医药各子行业估值变化情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

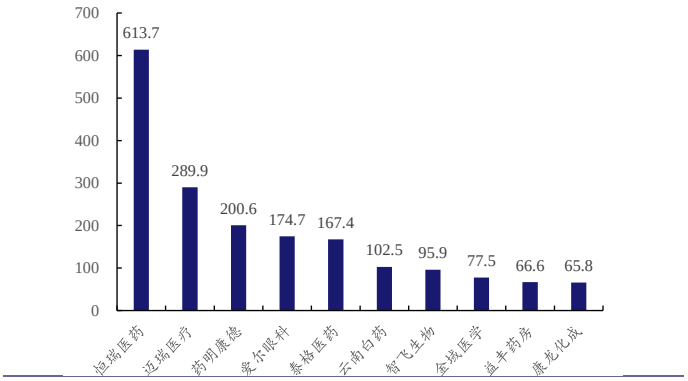
（二）沪港通资金持仓变化：各子板块北上资金均有所增长

北上资金：A股医药股整体，截至2021年4月1日，陆港通医药行业投资2767.79亿元，相对2021年3月26日环比增加了74.92亿元；医药持股占陆港通总资金的21.25%，占比环比上升0.73pct。子板块方面，本周医疗器械（19.16%）占比上升，化学制药（29.20%）、医疗服务（26.22%）、生物制品（10.86%）、中药（9.30%）和医药商业（5.26%）占比下降。

个股方面，A股医药股持股市值前五为恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼

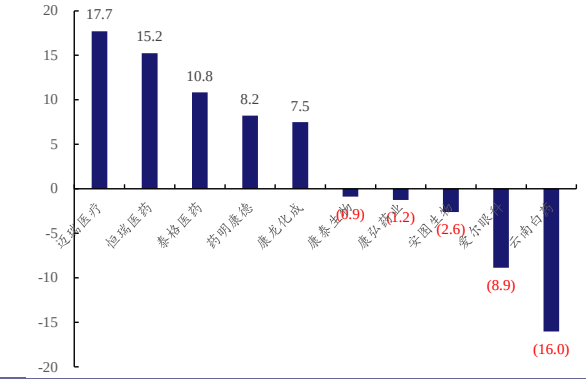
科和泰格医药。净增持金额前三为迈瑞医疗、恒瑞医药和泰格医药；净减持金额前三为云南白药、爱尔眼科和安图生物。

图表 6：北上资金陆港通持股市值情况（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

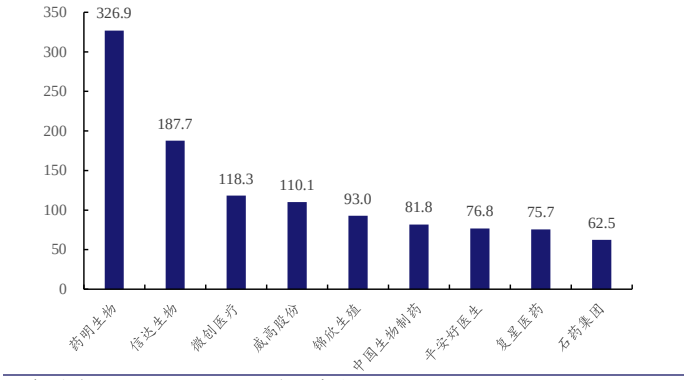
图表 7：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

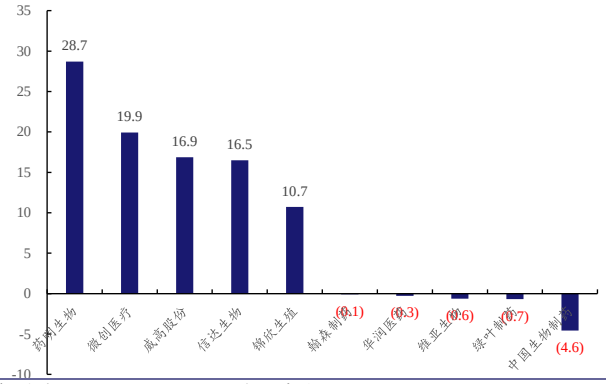
南下资金：H股医药股持股市值前五为药明生物、信达生物、微创医疗、威高股份和锦欣生殖。净增持金额前三为药明生物、微创医疗和威高股份；净减持金额前三为中国生物制药、绿叶制药和维亚生物。

图表 8：南下资金港股通持股市值情况（亿港币）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 9：北上资金港股通本周持股市值变化（亿港币）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

表1： 重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	21/04/02
300122	智飞生物	买入	1.5	2.06	2.9	3.7	34	72	63	49	181.99
300601	康泰生物	买入	0.9	1.1	1.9	3.1	169	127	74	46	141.72
600161	天坛生物	买入	0.6	0.5	0.6	0.8	67	62	51	40	32.59
002727	一心堂	买入	1.1	1.3	1.6	2.0	22	25	29	24	47.37
603233	大参林	买入	1.3	1.6	2.1	2.6	79	52	41	32	84.42
300760	迈瑞医疗	买入	3.9	5.3	6.4	7.7	106	77	64	53	407.55
300832	新产业	买入	2.1	2.3	2.8	4.0	54	54	44	31	123.01
603658	安图生物	买入	1.8	1.9	2.7	3.6	64	59	40	31	110.63
603882	金域医学	买入	0.9	3.0	2.7	2.9	155	45	50	47	135.37
300639	凯普生物	买入	0.7	1.4	1.6	2.1	56	25	22	17	35.25
000661	长春高新	买入	8.8	7.5	9.9	12.7	51	61	46	36	456.12
300357	我武生物	买入	0.6	0.5	0.8	1.1	77	144	81	60	63.96
000513	丽珠集团	买入	1.4	1.8	2.1	2.5	24	23	20	17	41.85
600529	山东药玻	买入	0.8	1.0	1.2	1.5	52	42	33	26	40.09

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。