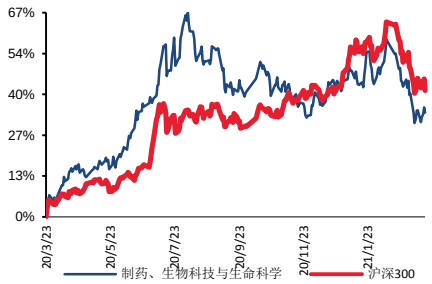
太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-03-21
行业周报
看好/维持
制药、生物科技与

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

医药周报—建议关注血制品、疫苗、类消费生物药和药店，山东药玻以及迈瑞医疗

■ 走势对比



■ 子行业评级

相关研究报告：

《行业升级趋势确定，药玻龙头前程似锦》--2021/03/15

《医药周报—一线龙头实现北上资金净流入,珍惜核心资产回调机会》--2021/03/14

长春高新《利润端表现优异，21 年前景靓丽》--2021/03/12

证券分析师：盛丽华

E-MAIL：shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

报告摘要

本周周报我们重点来阐述山东药玻推荐逻辑。

化药注射剂一致性评价提速+新冠疫苗包材需求旺盛

1、20 年 5 月 CDE 最新意见规定已由此前的“化药注射剂不建议使用低硼硅和钠钙玻璃”变为“使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂”，且由于国内外药玻分类标准差别，预计企业更换中硼硅玻璃意愿更大。根据我们测算，在中性预期下（中硼硅玻璃由 7%占比提升至 30%），国内药玻市场将从 66-76 亿元扩容至 90-119 亿元，且行业毛利率也将显著提升。

2、新冠疫苗首选预灌封容器，按国内 70%接种率和人均 2 支的接种量，可贡献约 20 亿支增量市场。

国产中硼硅玻璃拉管技术成熟有望大幅提升毛利润。

目前国内大部分中硼硅管制瓶原材料为进口肖特、康宁等中硼硅玻璃管，单价接近 2 万元/吨，国内企业仅四星、君恒可生产少量，根据草根调研数据单价约 1.1-1.2 万元/吨，且产品良率以及质量方面仍与进口产品有差距。鉴于目前中硼硅玻璃替代趋势显著，国内山东药玻、正川股份、旗滨集团等企业相继投资建设中硼硅拉管窑炉，长期看攻克技术壁垒只是时间问题。从全环节角度讲，根据力诺特玻招股书数据测算，采用自产中硼硅玻璃管预计可使管制瓶毛利率提升超过 30%。

公司为国内药用玻璃龙头企业，利润有望保持快速增长。

20 年受疫情下游需求减弱影响，公司业绩增速略有放缓。21 年公司一类模制瓶产能有望进一步扩充，在一致性评价需求旺盛的情况下，预计销量有望保持稳定提升趋势；预灌封同样有望受益于流感疫苗订单和新冠疫苗需求，公司目前正扩建原有产能，21 年有望实现满产满销，预计于 22 年产能扩建完毕也将有较大增量；此外棕色瓶出口稳定增长、丁基胶塞产能扩至 60 亿支，公司未来业务有望保持快

速增长。

给予“买入”评级。预计 20/21/22 年收入分别为 32.26/36.48/44.81 亿元，毛利率分别为 38.14%/38.67%/39.98%，归母净利润分别为 5.71/7.21/9.55 亿元，对应 EPS 为 0.96/1.21/1.60 元，对应当前 PE 分别为 41/32/24 倍。参考业绩增速给与 1.5 倍 PEG，对应 19-22 年归母净利润复合增速约 41 倍 PE，12 个月目标价为 50 元，给与“买入”评级。

风险提示：产品订单量不及预期；产能扩建进展不及预期；产品降价压力大于预期。

行情回顾：抱团核心资产受市场风格影响回调较多，短期内失去估值锚，且难以重回抱团时估值的极致阶段，整体受压制，估值合理业绩增长良好的标的表现强势，上周（3 月 15-3 月 19 日）生物医药板块下跌 0.79%，跑盈沪深 300 指数 1.92pct，跑盈创业板指数 2.30pct，在 30 个中信一级行业中排名中下游。上周中信医药各子板块中，医药流通涨幅最大 5.17%，主要为药店板块良好的年报业绩表现催化，其次为中成药 1.18%，化学原料药 1.08%，中药饮片 0.79%，化学制剂 0.77%；医疗服务跌幅最大-4.52%，其次为医疗器械-2.31%，生物医药-0.79%。**抱团核心资产受市场风格影响回调较多，短期内失去估值锚，且难以重回抱团时估值的极致阶段，整体受压制。我们建议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。

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，2 月白蛋白批签发同比下降 67%，国产下降 57%，进口下降 72%；1-2 月白蛋白合计下降 53%，国产下降 33%，进口下降 58%；1-2 月静丙同比下降 56%。批签发大幅下降，我们预计是与血浆下降及批签发精力在新冠有关。

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明年的国内白蛋白供给量。考虑到国内需求逐步恢复中，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。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、康泰生物、康华生物

国内疫苗企业新冠疫苗进入兑现期，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（新冠疫苗获批国内紧急使用，在研产品进入收获期人二倍体狂犬、四价流感等）

康泰生物（业绩增长确定，产品进入收获期，13 价肺炎有望年中获批，人二倍体狂犬有望年底获批，新冠疫苗进展）

康华生物（人二倍体产能释放业绩高增长，目前估值偏低）

5、医疗器械板块：关注迈瑞医疗和普门科技。

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。

3 月推荐组合：康泰生物、智飞生物、天坛生物、大参林、一心堂、迈瑞医疗、新产业、安图生物、金域医学、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、山东药玻：行业升级趋势确定，药玻龙头前程似锦 7

二、行业观点及投资建议：持仓较为集中标的估值较高，仍存在估值回调风险，我们建议精选质地优良、估值相对合理、增长确定性强的类消费生物药长春高新、血制品、药店以及药包龙头山东药玻 10

三、公司研究及新闻跟踪 14

（一）山东药玻深度报告：行业升级趋势确定，药玻龙头前程似锦 14

（二）普门科技深度报告：横跨治疗康复和体外诊断，电化学发光黑马 15

四、板块行情 17

（一）本周板块行情回顾：持仓较为集中标的估值较高，仍存在估值回调风险，关注业绩增长良好估值合理的细分领域龙头 17

1、本周生物医药板块走势：持仓较为集中标的估值较高，存在抱团松动估值回调风险 17

2、医药板块绝对估值有所回调，溢价率仍处于十年历史中枢偏下 18

（二）沪港通资金持仓变化：北上资金医药持股环比有所下降 18

图表目录

图表 1：一致性评价促进中硼硅渗透率提升 7
图表 2：本周中信医药指数走势 10
图表 3：本周生物医药子板块涨跌幅 10
图表 4：上周中信各大子板块涨跌幅 17
图表 5：2010 年至今医药板块整体估值溢价率 18
图表 6：2010 年至今医药各子行业估值变化情况 18
图表 7：北上资金陆港通持股市值情况（亿元） 19
图表 8：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元） 19
图表 9：南下资金港股通持股市值情况（亿港币） 19
图表 10：北上资金港股通本周持股市值变化（亿港币） 19

一、山东药玻：行业升级趋势确定，药玻龙头前程似锦

本周周报我们重点来阐述山东药玻的推荐逻辑。

（一） 一致性评价助力中硼硅替代、国内企业相继投资布局

1、国内药玻市场容量约800亿支，其中中硼硅玻璃渗透率不足8%。

国内中硼硅玻璃渗透率仅 7-8%：根据制药网相关统计数据，我国 2018 年全年总的药用玻璃用量约为 30 万吨，其中的中硼硅玻璃用量约为 2.2 万吨-2.3 万吨，对应 30 万吨总用量的占比仅 7%-8%左右；根据中国玻璃网信息，预计未来 5-10 年内我国将会有 30%-40%的药用玻璃由低硼硅升级为中硼硅玻璃。

根据制药网相关统计数据，目前国内主要药用玻璃产品（注射剂）年需求约 800 亿支，其中药用模制瓶 100 亿支，管瓶 300 亿支，安瓿瓶需求近 400 亿支。

2、注射剂一致性评价政策促进渗透率提升：

产业结构调整指导目录（2015 年本）（修正）和 2016 年颁布的《医药工业发展规划指南》中提到要鼓励 I 级耐水药用玻璃制品的生产；此后 CDE 开始仿制药一致性评价工作，在 2017 年 12 月发布的《关于公开征求<已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求>意见的通知》，提到“不建议使用低硼硅玻璃和钠钙玻璃”；2020 年 5 月发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》，明确注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂，以保证药品质量与参比制剂一致。

国内外药玻分类标准有差别，实际更换包材建议均采用中硼硅及以上材质：由于我国和欧美国家对药用玻璃瓶的分类不同，不能简单地把国内的钠钙材质玻璃瓶与欧美的 III 型材质玻璃瓶划等号，例如参比制剂为欧盟上市品种，采用的 III 型材质玻璃瓶，不能简单地采用国内的钠钙瓶，而是需要进行详尽的对比研究，包括但不限于表面材质耐水性、颗粒耐水性和蚀刻玻璃耐水性等，并在稳定性期间对包材相容性、不溶性微粒等进行重点考察。企业出于评价进度和通过评价的可能性考虑，更可能直接将注射剂瓶更换为中硼硅材质。

图表 1：一致性评价促进中硼硅渗透率提升

图表：国内注射剂药用玻璃包材中短期市场规模推算（暂不计算新冠疫苗增量以及长期市场需求自然增长）

		现状	悲观（管制瓶中硼硅渗透率20%）	中性（管制瓶中硼硅渗透率30%）	乐观（管制瓶中硼硅渗透率40%）
一类模制瓶	数量（亿支）	2.3	7（仅按山东药玻产能考虑）	7	7
	价格（元/支）	0.7-1	0.7-1	0.7-1	0.7-1
	市场规模（亿元）	**1.6-2.3**	**4.9-7**	**4.9-7**	**4.9-7**
非一类模制瓶	数量（亿支）	98	93	93	93
	价格（元/支）	0.1	0.1	0.1	0.1
	市场规模（亿元）	**9.8**	**9.3**	**9.3**	**9.3**
模制瓶合计	*数量（亿支）*	*约100*	*约100*	*约100*	*约100*
	市场规模（亿元）	***11.4-12.1***	***14.2-16.3***	***14.2-16.3***	***14.2-16.3***
中硼硅管制注射剂瓶	数量（亿支）	20	60	90	120
	价格（元/支）	0.3-0.5	0.3-0.5	0.3-0.5	0.3-0.5
	市场规模（亿元）	**6.0-10.0**	**18.0-30.0**	**27.0-45.0**	**36.0-60.0**
非中硼硅管制注射剂瓶	数量（亿支）	280	240	210	180
	价格（元/支）	0.1	0.1	0.1	0.1
	市场规模（亿元）	**28.0**	**24.0**	**21.0**	**18.0**
中硼硅安瓿瓶	数量（亿支）	30	80	120	160
	价格（元/支）	0.1-0.15	0.1-0.15	0.1-0.15	0.1-0.15
	市场规模（亿元）	**3.0-4.5**	**8.0-12.0**	**12.0-18.0**	**16.0-24.0**
非中硼硅安瓿瓶	数量（亿支）	370	320	280	240
	价格（元/支）	0.02-0.03	0.02-0.03	0.02-0.03	0.02-0.03
	市场规模（亿元）	**7.4-11.1**	**6.4-9.6**	**5.6-8.4**	**4.8-7.2**
预灌封注射器	数量（亿支）	3.5	3.5	3.5	3.5
	价格（元/支）	3	3	3	3
	市场规模（亿元）	**10.5**	**10.5**	**10.5**	**10.5**
管制瓶合计	*数量（亿支）*	*约700*	*约700*	*约700*	*约700*
	市场规模（亿元）	***38.2-45.6***	***45.6-59.1***	***52.1-69.9***	***58.3-80.7***
药用玻璃市场合计	*数量（亿支）*	*约800*	*约800*	*约800*	*约800*
	市场规模（亿元）	***66.3-76.2***	***81.1-102.4***	***90.3-119.2***	***99.5-136.0***

资料来源：根据各公司公告以及互联网相关数据推算（仅供参考），太平洋证券研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、国内企业争相布局中硼硅玻璃管，国产化终将来临

进口中硼硅玻璃管成本高，自主生产可显著提升毛利率：参考四星玻璃年报披露数据，中硼硅玻璃管稳定状态下 50%毛利率，国内凯盛君恒对外销售均价约 11-12 元/Kg（力诺特玻招股书披露采购均价），对应成本约 5-6 元/Kg；参考力诺特玻招股书数据，一支中硼硅管制瓶约消耗 5g 中硼硅玻璃管，每支中硼硅管制瓶的进口玻璃管成本为 0.09-0.1 元，自主生产玻璃管则降至 0.025-0.03 元，单支成本可下降 0.07-0.075 元，对应力诺特玻中硼硅管制瓶的销售均价，毛利率则可提升超过 30%。

国内企业相继布局中硼硅玻璃拉管技术：国内最早于 1987 年宝鸡药用玻璃厂花费近亿元从美国康宁引进一套完整的一级药玻生产设备和技术，但运行 7 年后全面停产；华北制药于 2009 年尝试入局（最先采用全电熔维洛法后改为采用纯氧燃烧电助熔法，成本很高），但无产品销售；此后凯盛君恒、四星玻璃相继投产，但由于早期良率和质量问题、政策执行力度也导致国内企业多为观望态度，国产产品市场未完全打开。随着注射剂一致性评价进展，国产中硼硅玻管替代需求提升，国内山东药玻、旗滨集团等企业相继投资布局（大部分为玻管玻瓶同时布局）。

肖特和康宁也将于国内建厂：国际巨头同样对国内市场十分重视，肖特和康宁相继宣布国内建厂。

（二） 山东药玻关键假设和盈利预测

模制瓶：假设一类模制瓶受益于一致性评价推进20/21/22年销量分别为2.2/3.5/6.0亿支；模抗瓶销量则维持73亿瓶；未来三年整体毛利率分别为46.87%/48.03%/49.93%。

棕色瓶：假设20/21/22年收入增速分别为20%/15%/15%，毛利率则稳定在38%。

丁基胶塞：假设20/21/22年收入增速分别均为5%，毛利率则稳定在45%。

管瓶：假设20/21/22年中硼硅管制瓶销量分别为0.7/0.9/1.2亿支、卡式瓶销量分别为0.12/0.14/0.15亿支、普通管制瓶销量稳定在12.5亿支，未来三年管瓶业务整体毛利率分别为28.13%/28.30%/28.44%。

安瓿：假设中硼硅安瓿销量分别为0.45/0.6/0.8亿支、普通管制瓶销量稳定在12亿支，未来三年安瓿业务整体毛利率分别为21.57%/23.31%/25.16%。

铝塑盖塑料瓶：假设20/21/22年收入增速分别均为5%，毛利率则稳定在32%。

其他业务：假设20/21/22年预灌封受益于新冠疫苗等品种需求提升销量分别为0.22/0.6/2亿支，单价为3元/支，毛利率稳定在35%；其他产品收入增速为-5%/5%/5%，毛利率稳定在20%。

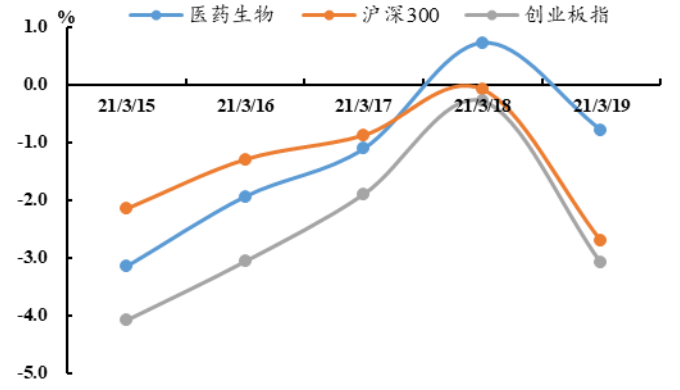
盈利预测：预计20/21/22年收入分别为32.26/36.48/44.81亿元，毛利率分别为38.14%/38.67%/39.98%，归母净利润分别为5.71/7.21/9.55亿元，对应EPS为0.96/1.21/1.60元，对应当前PE分别为41/32/24倍。参考业绩增速给与1.5倍PEG，对应19-22年归母净利润复合增速约41倍PE，12个月目标价为50元。

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。

二、行业观点及投资建议：持仓较为集中标的估值较高，仍存在估值回调风险，我们建议精选质地优良、估值相对合理、增长确定性强的类消费生物药长春高新、血制品、药店以及药包龙头山东药玻

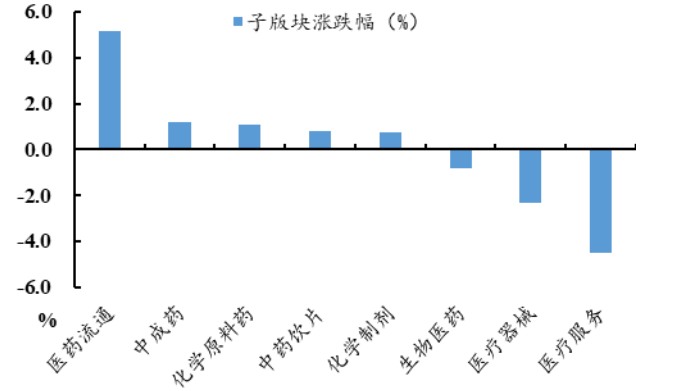
行情回顾：抱团核心资产受市场风格影响回调较多，短期内失去估值锚，且难以重回抱团时估值的极致阶段，整体受压制，估值合理业绩增长良好的标的表现强势，上周（3月15-3月19日）生物医药板块下跌0.79%，跑盈沪深300指数1.92pct，跑盈创业板指数2.30pct，在30个中信一级行业中排名中下游。上周中信医药各子板块中，医药流通涨幅最大5.17%，主要为药店板块良好的年报业绩表现催化，其次为中成药1.18%，化学原料药1.08%，中药饮片0.79%，化学制剂0.77%；医疗服务跌幅最大-4.52%，其次为医疗器械-2.31%，生物医药-0.79%。**抱团核心资产受市场风格影响回调较多，短期内失去估值锚，且难以重回抱团时估值的极致阶段，整体受压制。我们建议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 2：本周中信医药指数走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3：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：我们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，2月白蛋白批签发同比下降67%，国产下降57%，进口下降72%；1-2月白蛋白合计下降53%，国产下降33%，进口下降58%；1-2月静丙同比下降56%。批签发大幅下降，我们预计是与血浆下降及批签发精力在新冠有关。

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明年的国内白蛋白供给量。考虑到国内需求逐步恢复中，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。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、康泰生物、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（新冠疫苗获批国内紧急使用，在研产品进入收获期人二倍体狂犬、四价流感等）

康泰生物（业绩增长确定，产品进入收获期，13价肺炎有望年中获批，人二倍体狂犬有望年底获批，新冠疫苗进展）

康华生物（人二倍体产能释放业绩高增长，目前估值偏低）

5、医疗器械板块：关注迈瑞医疗和普门科技。

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。

3月推荐组合：康泰生物、智飞生物、天坛生物、大参林、一心堂、迈瑞医疗、

新产业、安图生物、金域医学、长春高新、山东药玻。

三、公司研究及新闻跟踪

（一）山东药玻深度报告：行业升级趋势确定，药玻龙头前程似锦

一、化药注射剂一致性评价提速+新冠疫苗包材需求旺盛

1、20年5月CDE最新意见规定已由此前的“化药注射剂不建议使用低硼硅和钠钙玻璃”变为“使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂”，且由于国内外药玻分类标准差别，预计企业更换中硼硅玻璃意愿更大。根据我们测算，在中性预期下（中硼硅玻璃由7%占比提升至30%），国内药玻市场将从66-76亿元扩容至90-119亿元，且行业毛利率也将显著提升。

2、新冠疫苗首选预灌封容器，按国内70%接种率和人均2支的接种量，可贡献约20亿支增量市场。

二、国产中硼硅玻璃拉管技术成熟有望大幅提升毛利润。

目前国内大部分中硼硅管制瓶原材料为进口肖特、康宁等中硼硅玻璃管，单价接近2万元/吨，国内企业仅四星、君恒可生产少量，根据草根调研数据单价约1.1-1.2万元/吨，且产品良率以及质量方面仍与进口产品有差距。鉴于目前中硼硅玻璃替代趋势显著，国内山东药玻、正川股份、旗滨集团等企业相继投资建设中硼硅拉管窑炉，长期看攻克技术壁垒只是时间问题。从全环节角度讲，根据力诺特玻招股书数据测算，采用自产中硼硅玻璃管预计可使管制瓶毛利率提升超过30%。

三、公司为国内药用玻璃龙头企业，利润有望保持快速增长。

20年受疫情下游需求减弱影响，公司业绩增速略有放缓。21年公司一类模制瓶产能有望进一步扩充，在一致性评价需求旺盛的情况下，预计销量有望保持稳定提升趋势；预灌封同样有望受益于流感疫苗订单和新冠疫苗需求，公司目前正扩建原有产能，21年有望实现满产满销，预计于22年产能扩建完毕也将有较大增量；此外棕色瓶出口稳定增长、丁基胶塞产能扩至60亿支，公司未来业务有望保持快速增长。

给予“买入”评级。预计20/21/22年收入分别为32.26/36.48/44.81亿元，毛利率分别为38.14%/38.67%/39.98%，归母净利润分别为5.71/7.21/9.55亿元，对应EPS为

0.96/1.21/1.60元，对应当前PE分别为41/32/24倍。参考业绩增速给与1.5倍PEG，对应19-22年归母净利润复合增速约41倍PE，12个月目标价为50元，给与“买入”评级。

风险提示：产品订单量不及预期；产能扩建进展不及预期；产品降价压力大于预期。

（二）普门科技深度报告：横跨治疗康复和体外诊断，电化学发光黑马

一、体外诊断：电化学发光分析仪器装机迅猛带动试剂销售，特定蛋白分析与Sysmex共同开拓市场

2018年国内体外诊断市场的总规模约为604亿元，2015-2018年的复合增长率接近20%。免疫诊断灵敏度高、重复性好、准确率高，逐渐成为市场主流，且有逐步扩大的趋势。

公司掌握了基于电化学发光、免疫比浊、液相色谱、免疫荧光四大检测平台的核心技术，开发体外诊断设备与配套试剂产品线，能够提供近70项临床检测项目，国内装机用户7,200余家各级医院。

（1）全自动电化学发光：公司采用与Roche相同的电化学发光技术路线，由电信号实时激发，电化学发光反应在加电瞬间同时启动，具有灵敏度高、重现性好、可控性好、检出限低等优点。公司坚持特色化、专业化、差异化，当前重点聚焦各级医院门急诊和胸痛中心等五大救治中心的炎症三项、心肌六项等，符合二级以上医院五大救治中心建设、分级诊疗推动的国家医改方向。

自2017年上市以来，公司累计销售发货超过1500台仪器，其中2020年超过1000台；国内装机主要在二级及以上医院，合计占82%，其中三级医院32%。我们认为随着仪器终端装机数量以及可检测项目的增加，配套试剂销量稳步上升，有望对公司业绩产生较大的拉伸作用，其中2020年翻倍以上增长。

（2）特定蛋白分析：公司自2013年第一款特定蛋白分析仪上市以来，凭借灵敏度高、重复性好、线性范围宽、自动化程度和用户友好度高，产品获得各级医疗机构的认可；并于2016年开始与Sysmex达成战略合作，借其销售渠道，迅速提升国内市场尤其是二级以上医院的装机覆盖率。

2020年特定蛋白检测试剂销售受到疫情的负面影响，但是仪器装机量增加了50%，目前国内市场累计装机超过7000台。我们预计随着疫情的有效控制、结合去年仪器装机量的增加，特定蛋白试剂的销量有望逐渐回升。

（3）糖化血红蛋白分析：公司的糖化血红蛋白分析仪的主要技术指标与国际厂商产品相近，但具有性价比优势，目前处于进口替代阶段，终端装机集中于二级医院和一级医院。2020年公司开启了海外发达国家的糖化血红蛋白ODM合作，我们预计2021年糖化血红蛋白分析系统在中国市场和海外市场都会成为重要的增长点。

二、治疗与康复：形成以光子治疗仪为核心的多系统解决方案，营销事业部制变革提高市场营销效率

2017年国内康复医疗器械市场规模为680亿元，2013-2017年的复合增长率为19.5%。随着政策支持落地、治疗与康复需求觉醒及高端技术的发展，国内治疗与康复设备的市场规模有望持续快速增长。

公司形成了以疾病和科室为核心的8大系列、50余个型号产品线，并完成国内营销事业部制的组织变革，设立皮肤与创面治疗、围术期与重症、慢病康复等营销事业部，设立专业团队进行市场开拓，提高系统竞争力。

（1）光子治疗仪：根据Evaluate Med Tech统计数据，2017年全球用于创面护理的费用高达130亿美元，光子治疗仪是临床创面治疗的新医疗技术。公司的光子治疗仪的治疗效果得到学术界和临床医学界的充分认可，终端售价明显高于竞争对手。当前终端装机集中于三级医院和二级医院，我们预计随着公司品牌的树立，未来有望逐步拓展到二级以下及社康医院等医疗机构。

（2）空气波压力治疗仪：受政策利好影响，空气波压力治疗仪销售量增长迅速，2016-2019年复合增长率为51.63%，随着2017年新品AirPro-6000销售量提升和销售占比增大，公司空气波压力治疗仪的最终销售去向在三级医院的比例逐年提升，2018年达63.63%。

（3）医疗美容仪器：公司于2020年11月收购京渝激光并成为控股股东，使公司治疗与康复产品线更加丰富，为客户提供更为完整的皮肤和创面治疗解决方案。收购后公司将致力于中国医疗美容产品技术创新和品牌提升，抓住医疗美容行业的高速发展的机会，加快进行进口产品的国产替代，并逐步走向世界，成为公司未来新的销售收入增长点。

投资建议

我们预计公司20 /21 /22年收入分别为5.54 /7.56 /9.99亿元，归母净利润分别为1.44 /1.88 /2.56亿元，对应当前PE分别为62 /59 /44倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

竞争激烈程度加剧风险，重大客户合作协议到期不能续约的风险，新产品研发失

败的风险，新型冠状病毒肺炎疫情的长期性和反复性风险。

四、板块行情

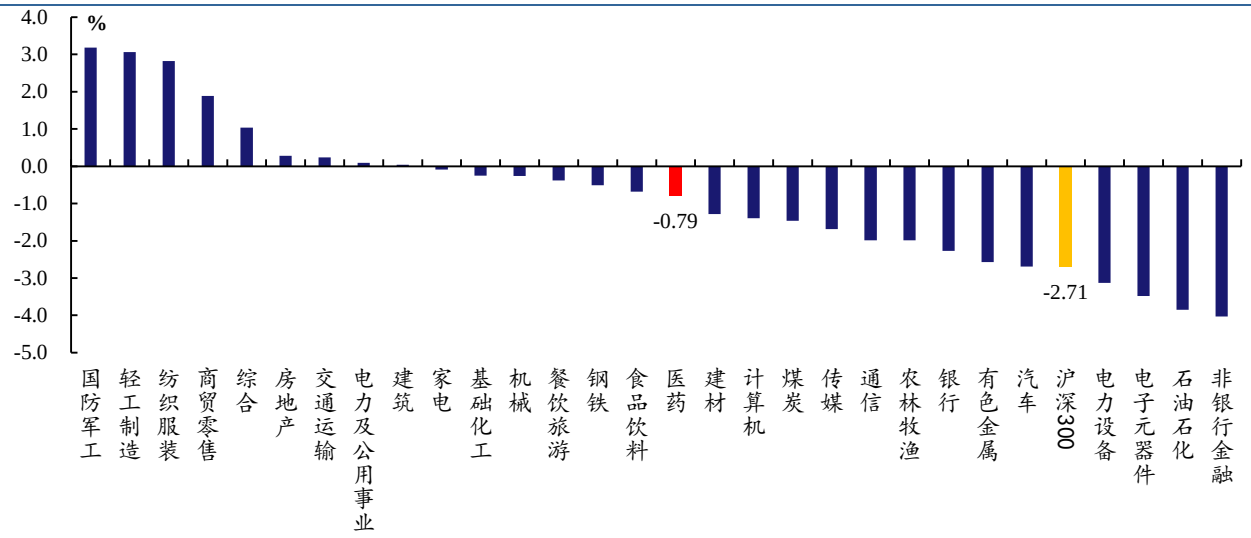
（一）本周板块行情回顾：持仓较为集中标的估值较高，仍存在估值回调风险，关注业绩增长良好估值合理的细分领域龙头

1、本周生物医药板块走势：持仓较为集中标的估值较高，存在抱团松动估值回调风险

上周（3月15-3月19日）生物医药板块下跌0.79%，跑盈沪深300指数1.92pct，跑盈创业板指数2.30pct，在30个中信一级行业中排名中下游。上周中信医药各子板块中，医药流通涨幅最大5.17%，主要为药店板块良好的年报业绩表现催化，其次为中成药1.18%，化学原料药1.08%，中药饮片0.79%，化学制剂0.77%；医疗服务跌幅最大-4.52%，其次为医疗器械-2.31%，生物医药-0.79%。

个股涨跌幅方面，本周上涨的子板块中，医药流通药主要系药店板块普涨，主要是药店板块一心堂公布良好的年报业绩表现催化；医疗服务主要系爱尔眼科、通策医疗和金域医学回调，医疗器械主要系迈瑞医疗、安图生物等回调，生物医药板块主要是类消费药长春高新和我武生物均出现部分回调。

图表 4：上周中信各大子板块涨跌幅



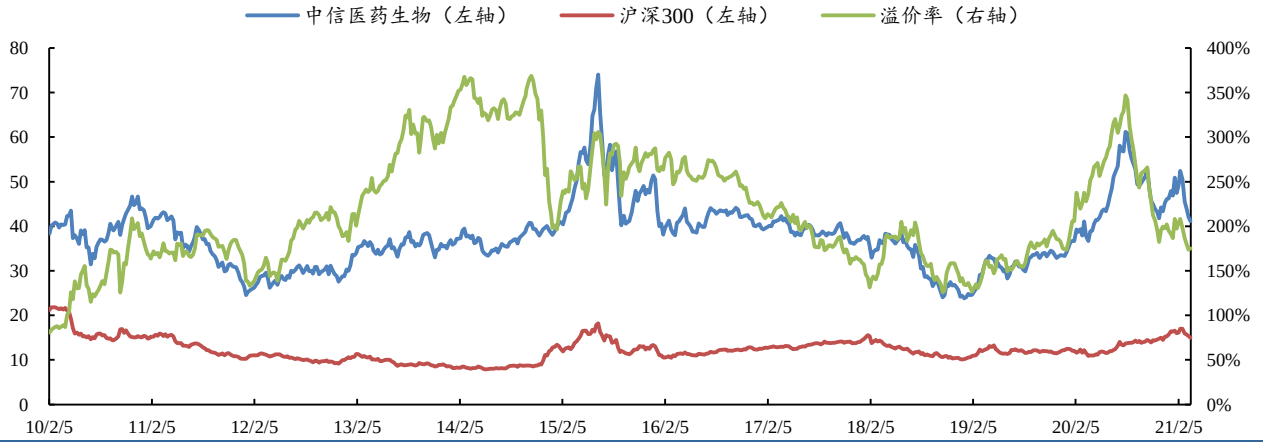
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、医药板块绝对估值有所回调，溢价率仍处于十年历史中枢偏下

医药板块绝对估值有所回调，相对沪深300溢价率仍处于十年历史中枢。截止2021年3月19日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为41.14，比上周下降0.92。医药行业相对沪深300的估值溢价率为175%，环比下降了1.24个百分点，溢价率仍处于十年历史中枢偏下。

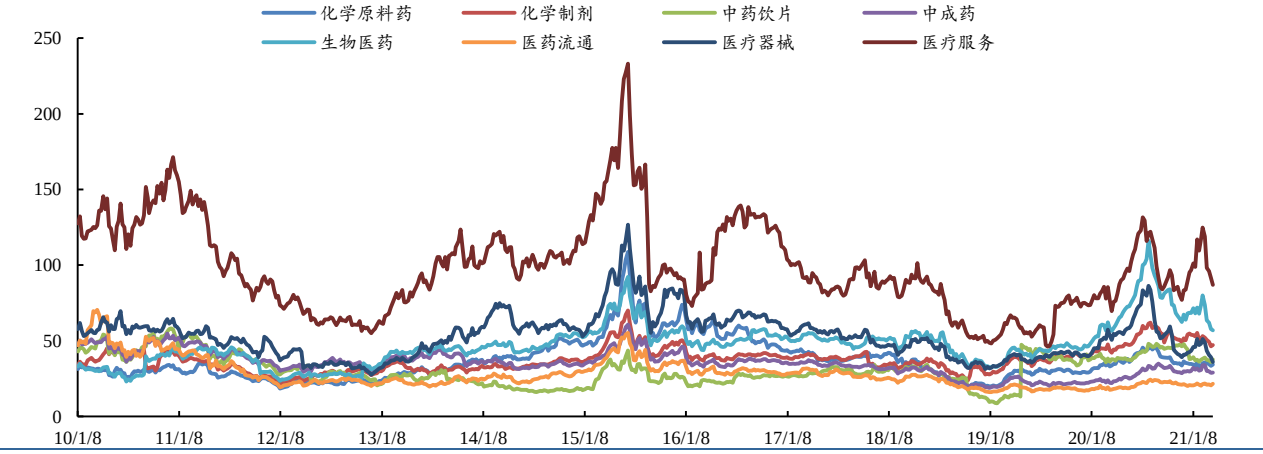
子行业市盈率方面，医疗服务、生物医药和化学制剂板块居于前三位，PE分别为87倍、57倍和47倍，PE环比上周分别下降4.6、0.68和上浮0.78。

图表 5：2010 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 6：2010 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

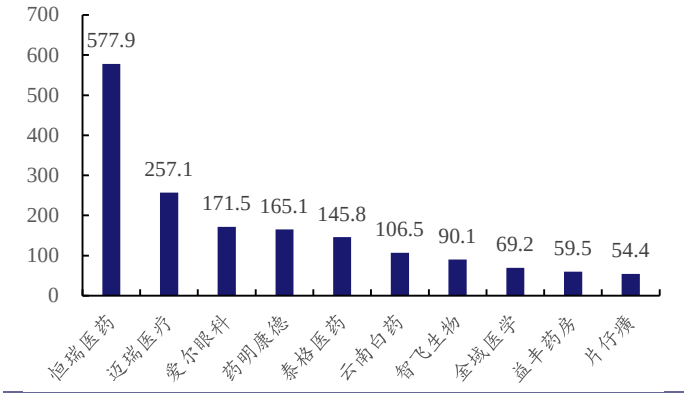
（二）沪港通资金持仓变化：北上资金医药持股环比有所下降

北上资金：A股医药股整体，截至2021年3月19日，陆港通医药行业投资2529.5亿

元，相对2021年3月12日环比减少了53.52亿元；医药持股占陆港通总资金的19.5%，占比环比有所下降。子板块方面，上周医疗服务、器械和化药板块实现北上资金流出，其他各子版块都北上资金净流入，其中生物制品（10.77%）、医药商业（5.57%）占比上升，化学制药（30.29%）、医疗服务（25.87%）和医疗器械（17.79%）占比下降。

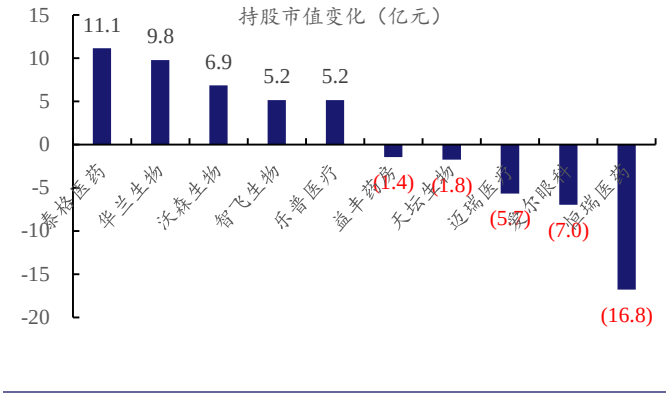
个股方面，A股医药股持股市值前五为恒瑞医药、迈瑞医疗、爱尔眼科、药明康德和泰格医药。净增持金额前三为泰格医药、华兰生物和沃森生物；净减持金额前三为恒瑞医疗、迈瑞医疗和爱尔眼科。

图表 7：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

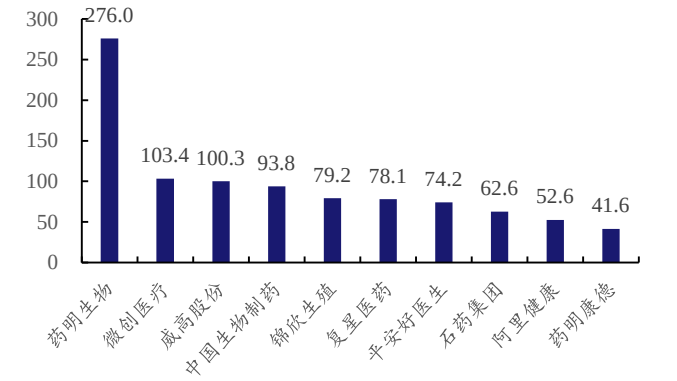
图表 8：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

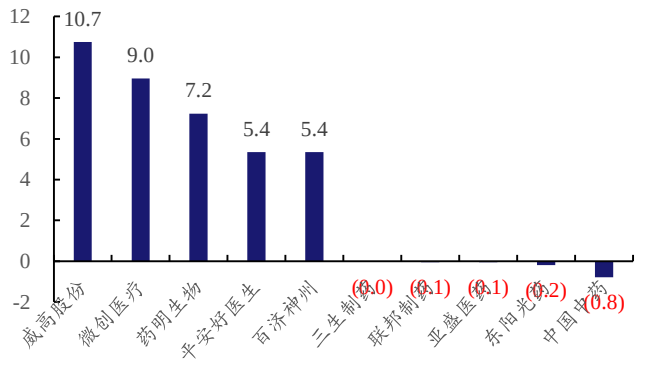
南下资金：H股医药股持股市值前五为药明生物、微创医疗、威高股份和中国生物制药。净增持金额前三为威高股份、微创医疗、和药明生物；净减持金额前三为中国中药、东阳光药和亚盛医疗。

图表 9：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 10：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	21/03/19
300601	康泰生物	买入	0.9	1.13	1.94	3.1	170	111	65	41	125.81
300122	智飞生物	买入	1.5	2.06	2.9	3.7	120	82	58	46	168.70
600161	天坛生物	买入	0.6	0.5	0.6	0.8	72	65	54	41	32.59
603233	大参林	买入	1.3	1.6	2.1	2.6	77	50	38	31	80.40
002727	一心堂	买入	1.1	1.6	1.9	2.2	41	29	25	21	46.98
300832	新产业	买入	2.1	2.3	2.9	4.1	61	42	34	24	97.70
300760	迈瑞医疗	买入	3.9	5.3	6.4	7.7	100	68	56	47	361.00
603658	安图生物	买入	1.8	1.9	2.7	3.6	68	56	40	30	106.88
603882	金域医学	买入	0.9	3	2.7	2.9	145	39	44	41	118.00
300639	凯普生物	买入	0.7	1.4	1.6	2.1	56	23	20	15	32.21
002661	长春高新	买入	8.8	7.4	9.5	11.9	96	53	41	33	389.61
300357	我武生物	买入	0.6	0.6	0.8	1.1	116	94	70	51	56.16
002513	丽珠集团	买入	1.4	1.82	2.12	2.48	27	22	19	16	40.75

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。