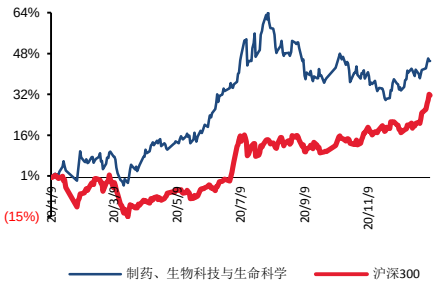
太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-01-17
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—精选质地优良、估值相对合理、增长确定性强的药店、血制品、检测板块以及类消费生物药

■ 走势对比




■ 子行业评级

**相关研究报告：**
《长春高新：利润略超预期，生长激素优良赛道长期看好》--2021/01/05
《长春高新：生长激素赛道宽广，公司龙头优势稳固》--2021/01/04
《太平洋医药行业周报 20210102：拥抱创新，坚守价值，进一步聚焦结构性机会》--2021/01/03

**证券分析师：盛丽华**
E-MAIL：shenglh@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190520070003

**证券分析师：曹聪聪**
E-MAIL：caocc@tpyzq.com

## 报告摘要

**本周周报我们重点来阐述国内聚乙二醇（PEG）修饰药物龙头——键凯科技推荐逻辑。**

**1、核心壁垒：**
1）键凯科技掌握上游高纯度 PEG 规模化生产工艺，全球仅日本 NOF（化工企业，报价高）、韩国一家企业（纯度较差）以及键凯（具备成本优势，有利于衍生物报价竞争）。

2）积累强大的 PEG 衍生物合成 Know-How 的经验（行业人才缺乏，工艺和设备重置壁垒极高，全流程式壁垒）。

3）具备稀缺的响应客户新颖 PEG 衍生物结构需求的能力（如为恒瑞 19K 供应的带有硫醚键的马来酰亚胺 PEG、为特宝设计的一系列 Y 型结构 me-better），对比国内凯正和赛诺邦格等企业，公司上市后的品牌效应和客户黏性将体现得更加显著。

**2、行业腾飞在即：**
1）早期对 PEG 修饰药物的担忧（如抗 PEG 抗体的产生、超敏反应以及组织空泡化等问题）通过真实世界证据得到解决。

2）现有药物上市放量，近期全球获批和在研立项品种增多，宣传效应外扩明显。

3）行业创新基础逐渐完善，PEG 衍生物供应商可对接较多在研的创新项目，在创新 PEG 修饰药物的研发方面上游 PEG 材料研发企业会具有天然优势。

4）PEG 分子量和结构多变，既可连接大分子也可连接小分子，还可作为 siRNA 药物的递送系统，未来在长效制剂的发展中将占据重要地位。

**3、公司业绩驱动：**
1）为恒瑞 19K 定制特定结构、助金赛实现 U 型衍生物进口替代，

实现客户深度绑定，终端已获批的长效生长激素、19K 和 GLP-1 放量带动键凯供给 PEG 衍生物原料销售额增长；

2）特宝生物技术服务新模式，授权 Y 型专利的 5 个蛋白成功上市将带来丰厚销售分成；

3）合作波科等近期上市器械品种放量促进国外器械部分收入增长。

风险提示：订单量不及预期；供应产品降价幅度超预期；在研项目进展不及预期；产量不及预期。

**行情回顾：持仓较为集中标的估值较高，存在抱团松动风险，关注质地优良、估值合理、增长稳定的标的。**

上周（1 月 11 日-1 月 15 日）生物医药板块下跌 2.25%，跑输沪深 300 指数 1.57pct，跑输创业板指数 0.32pct，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大部分下跌，中成药跌幅最大-4.00%，预计是与上周涨幅较大回调有关，其次为生物医药-2.25%，化学原料药-2.21%，化药制剂-2.01%，医疗服务-1.9%，中药饮片则继续下跌 1.88%，流通和器械分别上涨 1.72%，0.17%。持仓较为集中标的估值较高，存在抱团松动风险。**我们建议精选质地优良、估值相对合理、增长确定性强的血制品、药店、检测板块以及类消费生物药，持续推荐血制品天坛生物、药店板块、检测板块迈瑞医疗、安图生物、万孚生物、金域医学和类消费类长春高新。**

**投资建议：**

**1、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。

相关标的:一心堂、大参林、老百姓、益丰药房相关标的:一心堂、大参林、老百姓、益丰药房

2、血制品板块：根据草根调研数据，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。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。
近期发布深度报告《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》，**重点推荐天坛生物。**

3、医疗器械：重点推荐检测板块。
① 行业增速高，且含技术替代/进口替代逻辑；
② 抗疫期间客户范围大幅拓宽，为未来高增长奠定基础；
③ 仪器试剂封闭模式，受集采影响小。
相关标的：迈瑞医疗、万孚生物、安图生物、金域医学。

**4、类消费生物药：重点推荐长春高新**
根据草根调研数据，目前新患恢复良好，预计 21 年新患和纯销有望实现大幅增长。生长激素治疗渗透率继续提升、公司龙头地位稳固。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 12%。

近期发布深度报告《长春高新：生长激素赛道宽广，公司龙头优势稳固》，重点推荐长春高新。

1 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、安图生物、金域医学、万孚生物、长春高新。

**中长期投资建议：**我们认为医保战略性购买对于价值的追求，以及对于极高临床创新价值的产品和技术的支持和鼓励，定下了医药行业发展基调，唯有创新才是医药发展的未来，从而也决定医药投资方向必须围绕创新。**我们继续推荐宽赛道、高壁垒，具备长期投资价值板块，重点推荐眼科、口腔和体检医疗服务、ICL 和高景气药店板块，高壁垒永续增长具备长期投资价值的血制品板块，消费升级下的壁垒高格局好、渗透率低的类消费生物药板块。**

**1 月推荐组合：**智飞生物、天坛生物、大参林、一心堂、新产业、迈瑞医疗、安图生物、金域医学、万孚生物、长春高新。

**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、细分冠军国内聚乙二醇（PEG）修饰药物龙头——键凯科技 ..... 6
二、行业观点及投资建议：持仓较为集中标的估值较高，存在抱团松动风险，我们建议精选质地优良、估值相对合理、增长确定性强的血制品、药店、检测板块以及类消费生物药 ..... 9
三、公司研究及新闻跟踪 ..... 11
（一）长春高新深度报告：生长激素赛道宽广，公司龙头优势稳固 ..... 11
（二）天坛生物业绩预告点评：天坛生物 2020 年业绩预告点评：业绩基本符合预期，受益于云南省 2020-2023 单采血浆站设置规划，浆量成长性进一步确定 ..... 12
四、板块行情 ..... 14
（一）本周板块行情回顾：持仓较为集中标的估值较高，存在抱团松动估值回调风险 14
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 14
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 ..... 14
（二）沪港通资金持仓变化：北上资金医药持股环比有所下降 ..... 15

# 图表目录

图表 1：本周中信医药指数走势 ..... 9
图表 2：本周生物医药子板块涨跌幅 ..... 9
图表 3：本周中信各大子板块涨跌幅 ..... 14
图表 4：2010 年至今医药板块整体估值溢价率 ..... 15
图表 5：2010 年至今医药各子行业估值变化情况 ..... 15
图表 6：北上资金陆港通持股市值情况（亿元） ..... 16
图表 7：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元） ..... 16
图表 8：南下资金港股通持股市值情况（亿港币） ..... 16
图表 9：北上资金港股通本周持股市值变化（亿港币） ..... 16

# 一、细分冠军国内聚乙二醇（PEG）修饰药物龙头——键凯科技

**本周周报我们重点来阐述阐述国内聚乙二醇（PEG）修饰药物龙头——键凯科技推荐逻辑。**

国内聚乙二醇（PEG）修饰药物龙头键凯科技，公司已贯穿PEG衍生物生产全产业链，在前中后端三个环节均拥有行业领先技术，国内外合作客户口碑优异，已成为全球PEG医药应用行业的龙头之一。

键凯科技长期投资价值判断，在于判断PEG医药应用行业发展处于何种阶段，行业痛点是否得到解决？现有药物和在研项目是否支持行业长期可持续增长？键凯科技的行业地位如何？竞争壁垒如何？发展驱动力来自哪里？

## （一） PEG医药应用行业的核心壁垒在哪？

**产业核心壁垒构筑点：**

1）原料端保证产物的高纯度、低分散度；

2）衍生物生产端保证所生产衍生物的分散性和端基取代率等评价指标达标；

3）衍生物设计端要求企业具备多样的合成技术以及优秀的产品目录拓展能力。

纵观 PEG 产业链全环节，最上游的 PEG 原料为最基础的起始产物，也是最核心的部分，主要体现在生产出可供医药工业使用的高纯度 PEG 原料难度非常高，而纯度会直接影响下游药物的质量。PEG 原料由环氧乙烷、引物等聚合反应而成，过程中微量水分、反应不完全等因素都会产生杂质。原材料及引物的前处理、高温高压聚合反应过程中的温度控制、产物的提纯等，是反应减少杂质及副产物，保障 PEG 原料高纯度、低分散度的难点和关键点。

从全球来看，目前具备商业化供应高纯度 PEG 原料的企业仅有 3 家左右，其中日本化工企业 NOF 是全球最大的医用药用聚乙二醇材料供应商，有超过 20 年的生产历史，参照 cGMP 标准管理并接受来自全球的制药企业审计，从产销量和供应客户上来看均处于龙头地位。

键凯于 2008 年突破高纯度 PEG 生产技术，成立于 2016 年的全资子公司辽宁键凯

拥有 PEG 原料的 cGMP 生产厂房，目前负责公司自用高纯度 PEG 原料的生产，其活性衍生物纯度可达 99%，摆脱了国内高端 PEG 原料长期依赖于国外进口、缺乏规模化生产高质量的 PEG 衍生物的局面。从产品质量上来看，公司相比竞品具备纯度高、分子量分布窄和杂质含量低等多项优势，保证自产 PEG 衍生物的优秀品质。

## （二） 行业发展处于何种阶段？PEG是否具备腾飞的条件？

**我们认为行业仍处于发展的起步阶段：**受益于下游制剂端的放量，全球医用药用 PEG 材料需求增长迅速。行业经过 30 年发展诞生如 Neulasta、Pegasys 等多款重磅炸弹药物，带动行业对 PEG 修饰药物的认知度和研发热情进一步提升；此外 PEG 在医疗器械领域的应用仍“方兴未艾”。

根据公司招股说明书数据,2017 年全球 PEG 修饰药物市场规模为 103.88 亿美元，预计到 2025 年将达到 178.13 亿美元，复合增速约 7%。受益于下游制剂端的放量，全球医用药用 PEG 材料需求增长迅速，2018 年医用药用 PEG 材料全球市场规模约 32.12 亿美元，2026 年预计将增长至 49.35 亿美元。

**PEG具备腾飞的条件：**

1、早期对PEG修饰药物的担忧（如抗PEG抗体的产生、超敏反应以及组织空泡化等问题）通过真实世界证据得到解决。

2、现有药物上市放量，近期全球获批品种增多，宣传效应外扩明显。

3、行业创新基础逐渐完善，PEG衍生物供应商可对接较多在研的创新项目，在创新PEG修饰药物的研发方面上游PEG材料研发企业会具有天然优势。整体而言，PEG企业或通过自研项目或和大型企业早期深度合作，PEG新药的研发基础正逐渐完善。

4、PEG分子量和结构多变，既可连接大分子以及小分子，还可作为siRNA药物的递送系统，未来在长效制剂的发展中将占据重要地位。

## （三） 键凯科技的行业地位如何？竞争壁垒如何？

键凯为国内最早从事 PEG 产业研究的企业之一，目前已积累丰富产业化经验（技术源自全球先进的 Shearwater）和研究成果（常规产品目录 600 余种），外部则有国内外核心客户的订单认可（药企恒瑞、基因泰克；器械企业美敦力、波科）。产品质量方面，基础指标端基取代率和分散度处于同行最优档次，试验数据方面也优于国外品种。

1、上游掌握高纯度PEG规模化生产工艺，具备纯度高、分子量分布窄和杂质含量低等多项优势。

2、衍生物端积累强大的衍生物合成Know-How的经验，具备稀缺的响应客户新颖PEG衍生物结构需求的能力，使得公司品牌效应和客户黏性体现得更加显著。

**PEG 衍生物壁垒——“Know-How”的工业生产经验积累**

从供给角度来讲，PEG 衍生物企业的竞争点主要有三：1）生产技术端，目标衍生物的纯化分离难度较大，为企业最基础的必备技术，主要是“Know-How”；2）可生产衍生物产品端，主要是考察企业合成技术的多样性以及产品目录拓展能力，可供给的不同结构衍生物越多，可合作客户面更广，为企业核心竞争力之一；3）衍生物产品质量端，主要涉及所生产衍生物的分散性和端基取代率等评价指标，为企业获得重要客户、维持客户黏性的核心竞争力之二。

3、雄厚技术储备助力公司掘金国际器械蓝海，目前已和多个国际器械巨头开展良好的合作，带动公司器械端销售放量。

**键凯科技发展驱动力来自哪里？**

1、合作客户已获批的长效生长激素、19K 和 GLP-1 终端放量带动公司 PEG 衍生物原料销售增长。

2、探索技术服务新模式，授权特宝生物 Y 型专利的派格宾等蛋白质，成功上市可获得丰厚销售分成。

3、合作波科等近期上市器械品种放量促进国外器械部分收入增长。

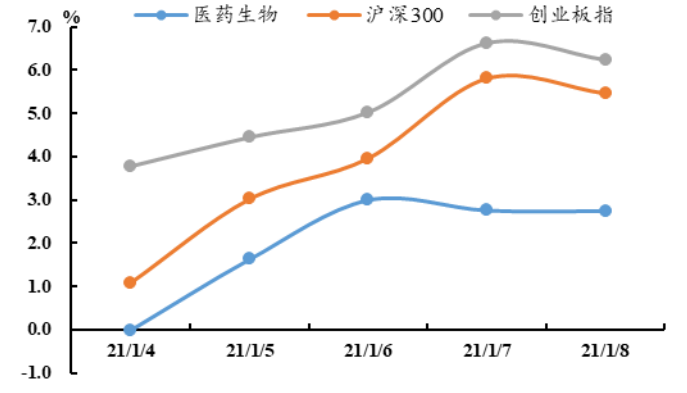
**风险提示：**产品订单量不及预期；客户合作进展不及预期；新品研发不及预期；竞争压力大于预期。

## 二、行业观点及投资建议：持仓较为集中标的估值较高，存在抱团松动风险，我们建议精选质地优良、估值相对合理、增长确定性强的血制品、药店、检测板块以及类消费生物药

**行情回顾：中成药和医疗服务表现优异，政策免疫赛道表现强势。**上周生物医药板块下跌2.25%，跑输沪深300指数1.57pct，跑输创业板指数0.32pct，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大部分下跌，中成药跌幅最大-4.00%，预计是与上周涨幅较大回调有关，其次为生物医药-2.25%，化学原料药-2.21%，化药制剂-2.01%，医疗服务-1.9%，中药饮片则继续下跌1.88%，流通和器械分别上涨1.72%，0.17%。**持仓较为集中标的估值较高，存在抱团松动风险，我们建议精选质地优良、估值相对合理、增长确定性强的血制品、药店、检测板块以及类消费生物药，持续推荐血制品天坛生物、药店板块、检测板块迈瑞医疗、安图生物、万孚生物、金域医学和类消费类长春高新。**

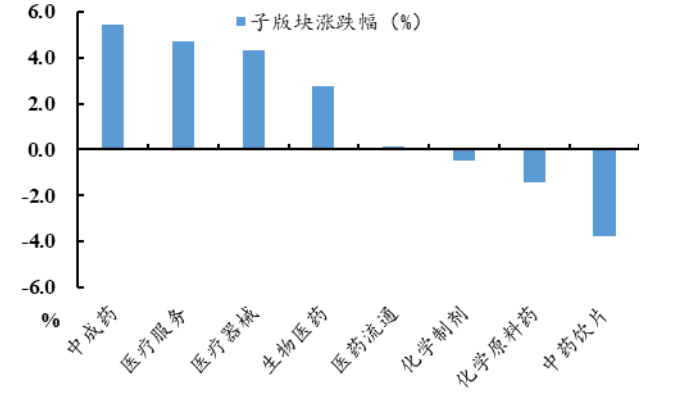
2021年投资策略方面，在目前医药政策性降价大环境下，我们认为最优策略仍是选择顺政策或政策免疫方向，医药板块结构性机会有望进一步聚焦，建议立足于核心竞争优势和业绩基本面增长确定性，关注终端需求稳健、竞争格局良好、产品具备提价或升级潜力的相关公司。

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：建议精选质地优良、估值相对合理、增长确定性强的血制品、药店、**

**检测板块以及类消费生物药。**

**1、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。

相关标的:一心堂、大参林、老百姓、益丰药房相关标的:一心堂、大参林、老百姓、益丰药房

**2、血制品板块：**根据草根调研数据，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。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。

近期发布深度报告《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》，重点推荐天坛生物。

**3、医疗器械：**重点推荐检测板块。① 行业增速高，且含技术替代/进口替代逻辑；② 抗疫期间客户范围大幅拓宽，为未来高增长奠定基础；③ 仪器试剂封闭模式，受集采影响小。

相关标的：迈瑞医疗、万孚生物、安图生物、金域医学。

**4、类消费生物药：**重点推荐长春高新

根据草根调研数据，目前新患恢复良好，预计21年新患和纯销有望实现大幅增长。生长激素治疗渗透率继续提升、公司龙头地位稳固。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12%。

近期发布深度报告《长春高新：生长激素赛道宽广，公司龙头优势稳固》，重点推荐长春高新。

**1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、安图生物、金域医学、万孚生物、长春高新。

# 三、公司研究及新闻跟踪

## （一）长春高新深度报告：生长激素赛道宽广，公司龙头优势稳固

**短期——新患恢复良好、长效水针占比稳定提升。**

根据近期公司公开交流信息，我们预计金赛Q4新患已恢复稳定增长，根据公司披露三季报全年来看纯销仍能保持20%左右稳定增长。用药结构方面，根据公司最新公告纪要数据我们预计2020年水针销售额占比为70%-80%、长效水针占比在12%左右，对应约4%的患儿数。在2019年公司完成长效水针的上市后再观察的IV期临床之后，预计未来长效水针销售额占比将保持稳定提升趋势。

**中期——渠道下沉值得期待，适应症拓展贡献增量。**

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，普通内分泌科医生通过学习完全掌握生长激素补充疗法方案需要一定时间，我们预计在一年以上时间，预计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74%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——生长激素治疗渗透率提升、公司龙头地位稳固。**

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以及定价情况，预计期间累计治疗患儿数仅50-60万人，存量市场渗透率仅为10-12%。

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，整体收入与利润多年来保持稳健增长，近十年加权ROE稳定在15%以上，是稀缺“消费升级”白马企业，预计20-22年营收为87.13/106.69/126.34亿元、归母净利润为29.69/37.08/45.16亿元，对应当前PE为61/49/40倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**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。

## （二）天坛生物业绩预告点评：天坛生物 2020 年业绩预告点评：业绩基本符合预期，受益于云南省 2020-2023 单采血浆站设置规划，浆量成长性进一步确定

**事件：公司公布2020年业绩预告，预计2020年全年实现归母净利润6.33亿元（+3.55%），扣非归母净利润6.18亿元（1.34%）。**

**点评：**

**业绩基本符合预期。**Q4单季度实现净利润1.37亿元，同比下降4.86%，我们预计Q4收入端基本与2019年同期持平，预计Q4确认了较多费用。2020全年来看，受疫情影响，医院终端就诊需求有所下降，且由于疫情带来的停工及复工后防控限制等，影响采浆工作及生产工期安排，带来采浆成本、单位生产成本上升。公司继续大力推广静丙，加强营销终端投入，20年利润增幅有所下降。2020年采浆预计与2019年持平，21年采浆量有望恢复实10%以上增长。根据中检院数据，2020年天坛生物白蛋白批签发423万支（-2%），静丙303万支（+2.5%）。

**预计血制品供给减少，血制品将处于景气度持续上升趋势。**海外血制品企业进一步下调2020年采浆量，预计同比下降15%以上，预计国内20年采浆量最多与2019年持平，终端需求恢复有望保持正常增长（5%-10%），预计20年Q4 -21年白蛋白供需缺口处于持续扩大态势，景气度提升，价格有望继续上行。

**成都蓉生永安项目工程顺利推进，成都蓉生本部产能将如期释放，叠加新产品线，业绩有望大幅提升。**随着投浆规模进一步扩大，三大血制和贵州中泰浆量提升和产能利用率提升，吨浆利润率提升；预计 2021 年永安血制投产后，产能释放以及新产品的投产 ，业绩有望大幅提升，根据公告，酶原复合物2020年底获批上市，预计重磅品种人凝血八因子2021年初能获批上市，重组凝血八因子、层析静丙、人纤维蛋白原将于2023年内获批上市。

**血制品企业核心竞争力在于血浆资源拓展能力。**公司具备持续获批浆站能力，采浆量增长稳定。永安基地（1200吨）+云南血制（1200吨）+兰州血制（1200吨）的新产能投入，一方面提高了产能供给保障能力，另一方面也彰显了公司未来对加大血源

拓展，持续获得浆源的信心。2020年12月底云南省卫生健康委发布《云南省单采血浆站设置规划（2020—2023）（征求意见稿）》，在全省规划新增设置20个单采血浆站，累计设置24个。2018年，天坛生物在云南以投资换浆站，投入16.5亿元建设产能1200吨生产基地，天坛获得在云南设置浆站的机会，2018-2022年集团计划在云南省陆续投资并先行新建合计10家单采血浆站，目前天坛已在云南地区获批巧家和寻甸两家浆站。此次云南省发布单采血浆站设置规划（2020—2023），天坛生物有望在接下来的3年在云南持续获批更多的浆站，将成为此次血浆站设置规划中最受益方，浆量成长性进一步确定，成长空间足。

**盈利预测与投资评级：**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，维持“买入”评级。2020年因为疫情业绩增幅有所受影响，从中长期看，公司浆量增长确定，产品线逐步进入兑现期，吨浆利润提升。我们预计公司20-22年净利润6.33/8.03/11.65亿，对应EPS 0.50/0.64/0.93元，对应当前股价PE为82/65/45x，考虑到公司浆量和吨浆利润提升确定性和成长空间的充足性，作为国内稀缺的具有成长逻辑的血制品企业，我们维持“买入”评级。

风险提示：研发不及预期，浆站获批不及预期，安全性风险，增发失败风险。

# 四、板块行情

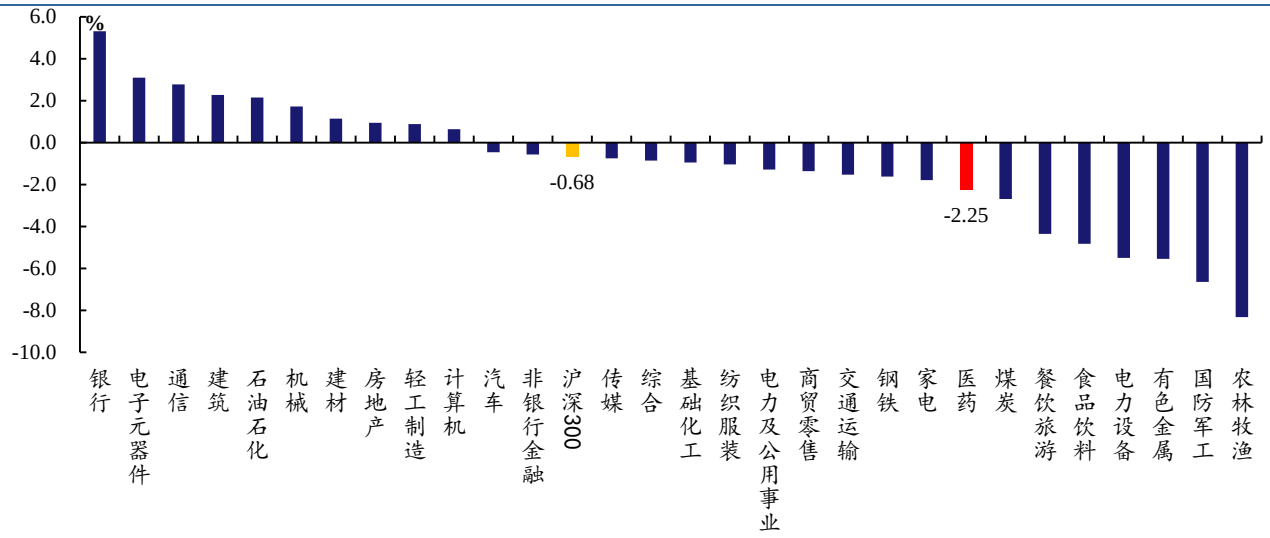
## （一）本周板块行情回顾：持仓较为集中标的估值较高，存在抱团松动估值回调风险

### 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（1月11日-1月15日）**，生物医药板块下跌2.25%，跑输沪深300指数1.57pct，跑输创业板指数0.32pct，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大部分处于下跌，中成药跌幅最大-4.00%，预计是与上周涨幅较大回调有关，其次为生物医药-2.25%，化学原料药-2.21%，化药制剂-2.01%，医疗服务-1.9%，中药饮片则继续下跌1.88%，流通和器械分别上涨1.72%，0.17%。

**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，老百姓（+14.39%）、大参林（+14.37%）和益丰药房（+10.25%）；医疗服务主要系美年健康（+15.51%），生物医药板块主要是疫苗康泰生物、智飞生物、万泰生物，血制品天坛生物，类消费药长春高新和我武生物均出现部分回调。化学原料药主要是华海药业、普洛药业等出现回调，化学制剂贝达药业涨幅13.78%。

图表 3：本周中信各大子板块涨跌幅



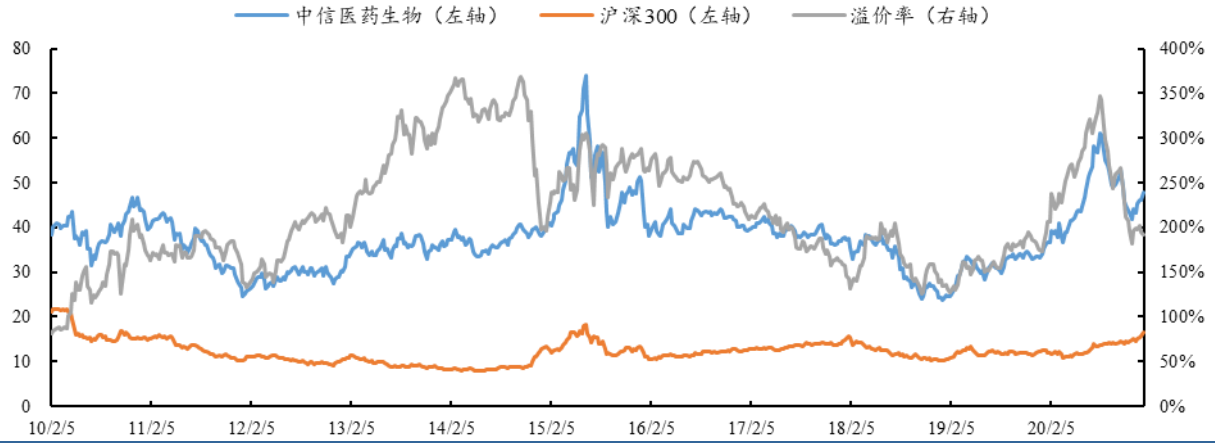

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### 2、医药板块绝对估值有所回调，溢价率仍处于十年历史中枢

**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1月15日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为46.90，比上周下降1.00。医药行业相对沪深300的估值溢价率为187%，环比下降了0.05个百分点，溢价率仍处于十年历史中枢。

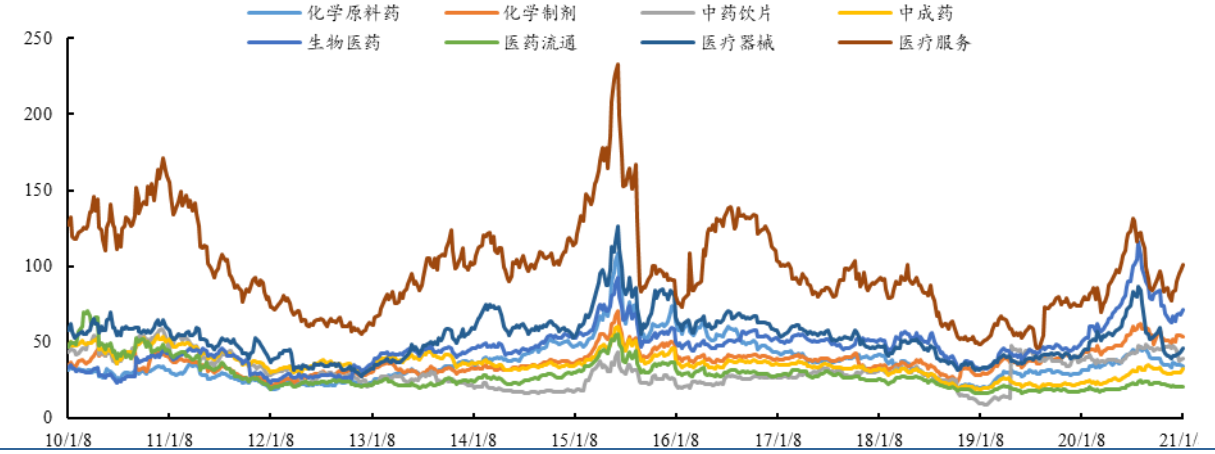
**核心资产抱团似乎有所松动，本周医药各子板块估值表现持续分化。**子行业市盈率方面，医疗服务、生物医药和化学制剂板块居于前三位，PE分别为98.75倍、68.19倍和52.86倍，PE环比上周分别下降2.41、3.26和-0.94。

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*

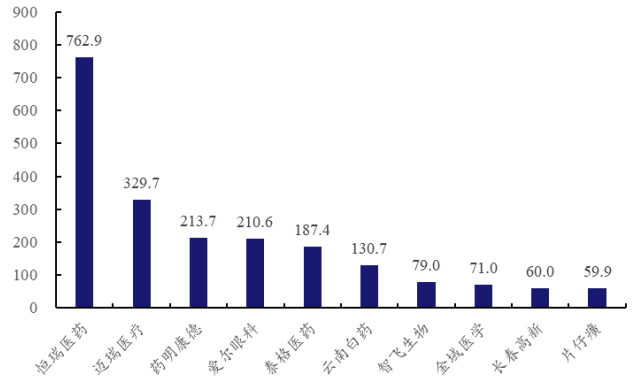
## （二）沪港通资金持仓变化：北上资金医药持股环比有所下降

**北上资金：**A股医药股整体，截至2021年1月15日，陆港通医药行业投资2865.59亿元，相对2021年1月8日环比减少了74.17亿元；医药持股占陆港通总资金的23.12%，

占比环比有所下降。子板块方面，上周器械板块实现北上资金流入，其他各子版块都北上资金净流出，其中中药（9.18%）、生物制品（9.93%）、化学制药（31.82%）和医疗服务（25.92%）占比下降，医药商业（4.66%）和医疗器械（18.47%）占比提升。

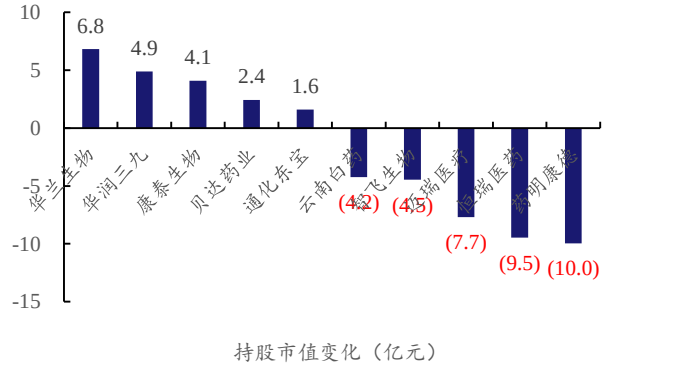
**个股方面，**A股医药股持股市值前五为恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科和泰格医药。净增持金额前三为华兰生物、华润三九和康泰生物；净减持金额前三为药明康德、恒瑞医药和迈瑞医疗。

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

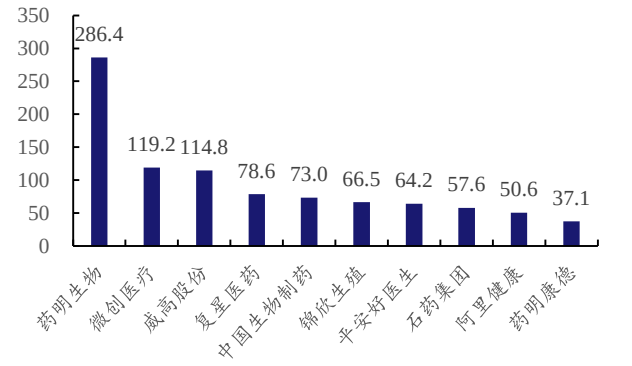
图表 7：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元）




资料来源：WIND，太平洋证券整理

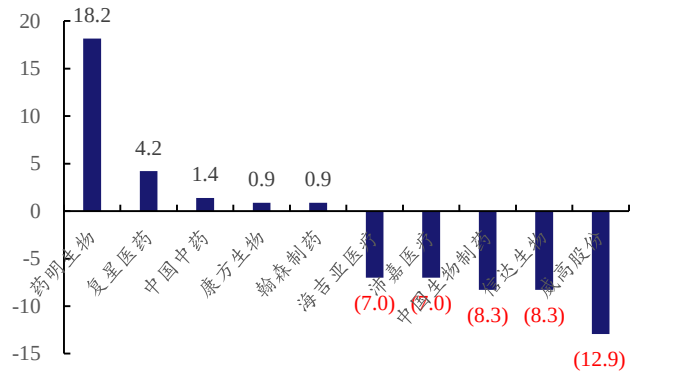
**南下资金：**H股医药股持股市值前五为药明生物、微创医疗、威高股份、复星医药和中国生物制药。净增持金额前三为药明生物、复星医药和中国中药；净减持金额前三为威高股份、信达生物和中国生物制药。

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 | 21/01/15 |
| 300601 | 康泰生物 | 买入 | 0.9 | 1.14 | 1.94 | 3.08 | 180 | 133 | 78 | 49 | 150.9 |
| 300122 | 智飞生物 | 买入 | 1.5 | 2.1 | 2.9 | 3.8 | 100 | 69 | 50 | 38 | 143.9 |
| 600161 | 天坛生物 | 买入 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.9 | 86 | 82 | 69 | 46 | 41.1 |
| 603233 | 大参林 | 买入 | 1.3 | 1.5 | 1.9 | 2.3 | 73 | 60 | 47 | 39 | 89.6 |
| 2727 | 一心堂 | 买入 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 1.9 | 33 | 28 | 23 | 19 | 36.0 |
| 300832 | 新产业 | 买入 | 2.1 | 2.2 | 2.7 | 3.8 | 70 | 63 | 51 | 36 | 138.5 |
| 300760 | 迈瑞医疗 | 买入 | 3.9 | 5.4 | 6.5 | 7.8 | 111 | 82 | 68 | 57 | 441.9 |
| 603658 | 安图生物 | 买入 | 1.8 | 1.9 | 2.7 | 3.6 | 85 | 82 | 57 | 43 | 155.2 |
| 603882 | 金域医学 | 买入 | 0.9 | 2.9 | 2.1 | 2.7 | 146 | 48 | 67 | 52 | 139.9 |
| 300639 | 凯普生物 | 买入 | 0.7 | 1.7 | 1.9 | 2.5 | 60 | 22 | 20 | 15 | 37.9 |
| 661 | 长春高新 | 买入 | 8.8 | 7.2 | 9.2 | 11.6 | 102 | 66 | 52 | 41 | 474.0 |
| 300357 | 我武生物 | 买入 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 1.1 | 135 | 116 | 87 | 63 | 69.6 |

*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。