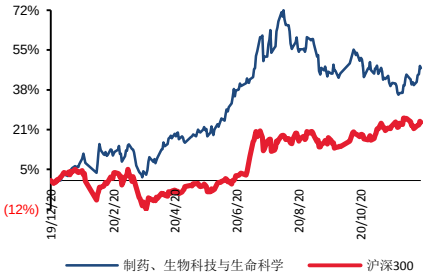
太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-12-20
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

血制品、类消费生物药、优质具有安全边际检测标的和药店处于可布局阶段

■ 走势对比



■ 子行业评级

相关研究报告：
《眼科系列报告（一）——带量采购有望促进人工晶体格局重塑》--2020/12/17
《医药周报—政策仍是重要考量因素，重点布局血制品、药店、检测板块和类消费生物药》--2020/12/13
《医药周报—板块强势回暖，建议关注疫情后业绩修复、估值消化确定性强的标的》--2020/12/06

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：谭紫媚
E-MAIL：tanzm@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190520090001
证券分析师：陈灿
E-MAIL：chencan@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190520110001

报告摘要

本周周报我们重点来阐述下血制品板块标的天坛生物的成长逻辑。我们一直认为，国内血制品行业是个非竞争性市场，使得供给和需求共同影响血制品行业发展。在终端需求保持稳定增长情况下，血制品企业浆站资源获取以及浆站管理能力决定了其行业地位以及竞争力。

天坛生物属于中生集团旗下唯一血制品公司平台，在浆站资源获取能力上具备其他血制品企业难以企及的优势，这也是为什么我们认为天坛生物是国内稀缺的具有成长逻辑的血制品公司。**浆量成长叠加吨浆利润提升，天坛生物成长空间充足。**

判断天坛浆量成长性从两步来看：
第一步：现有在手浆站（包含新近获批浆站）能支撑公司浆量做到多大；
第二步：中长期看持续性浆站获批能力。

从 3 年维度来看，现有在手浆站（包含新近获批浆站）能支撑公司浆量做到多大？
我们认为三大血制采浆提升+新近获批浆站+老站增长贡献近 555 吨三年合计采浆增量：未来三年合计：成都 200 吨+中泰 10+武汉 170+上海 90 吨+兰州所 75 吨，合计 555 吨浆量，2019 年采浆量 1702 吨,预计 2022 年达到 2260 吨左右,三年复合增速 10%。

中长期看，随着云南和兰州基地开工建设，接下来将有望持续在云南和西北区域获批浆站，采浆量长期保持增长。

产品线叠加，吨浆利润提升。天坛生物吨浆利润水平较低，仅达到华兰生物吨浆利润水平的 60%。除了成本控制和品牌力不同带来价格影响因素外，造成吨浆利润水平差距的最主要的原因是因为产品线不全。人凝血酶原复合物和凝血八因子有望 2020 年底或 2021 年初获批，凝血因子类产品的补充将能弥补和华兰生物吨浆利润的缺口。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。

证券分析师助理：曹聪聪
E-MAIL：caocc@tpyzq.com

行情回顾：板块回暖，创新药和 CXO 表现优异。血制品、类消费生物药、高质低价检测标的和药店处于可布局阶段。上周（12 月 7 日-12 月 18 日）生物医药板块上涨 4.34%，跑赢沪深 300 指数 2.09 pct，跑赢创业板指数 0.88 pct，上周中信医药子版块化药制剂涨幅最大 8.53%，为其次为医疗服务 6.01%，生物医药 4.34%，医疗器械 2.75%，中成药 1.02%，化学原料药-0.82%，医药流通-2.93%，中药饮片跌幅最大-5.24%。。2020 年初以来（1 月 1 日-12 月 18 日），生物医药板块上涨 47.84%，跑赢沪深 300 指数 25.79 pct，在 30 个中信一级行业中排名第 5 位。

投资建议：建议关注具备短期催化剂、业绩增长确定、具有安全边际，同时兼备长期投资价值标的，如血制品天坛生物、药店板块一心堂和类消费类长春高新和我武生物；以及关注高质具有安全边际检测标的万孚生物和金域医学。

1、血制品板块：

预计 2020 年海外采浆量同比下降 15%+。海外 Q3 最新情况表明，截止至 9 月底 CSL 采浆量仍未恢复到去年同期水平，基立福进一步下调了采浆量预期，调到同比下降 15%，奥克特砝码下降 30%，同时疫情反复爆发将进一步加大对采浆的影响。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。

相关标的：天坛生物（获取血浆资源能力强，长期成长空间足）。

2、类消费生物药：

重点推荐长春高新和我武生物。随着第四季度疫情影响进一步减小，类消费生物药板块需求端逐渐回暖（长春高新新患拓展恢复稳定增长、我武生物粉尘螨滴剂销售同比转正），展望明年有望在 20 年低基数的情况下实现恢复性的快速增长，估值消化确定性强。中长期来看，“赛道宽、格局好”的逻辑仍将被持续证明，政策免疫的属性也将使得业绩波动风险较小。在经历本年度的回调和滞涨之后，估值相对性价比较高。

相关标的：长春高新、我武生物

长春高新：大额减持靴子落地，股价压制因素也得到消除。

①近期草根调研公司生长激素 Q4 前两个月新患数表现良好，证明：1）疫情影响在逐渐消除；2）公司新患拓展能力仍在。

①长期逻辑不变，生长激素发展路径明确：销售网络布局壁垒高、医生培训成本和转换成本双高，作为行业龙头的金赛长期竞争力极强。随着存量市场和增量患儿的滚雪球效应，以及未来用药时长的持续增加和成人市场的打开，以 70%市占率计金赛有望获取 250-300 亿元市场，生长激素天花板远未达到。

风险提示：营销不及预期，疫情影响超预期，业绩不及预期。

2、零售药店板块：

稳健快速增长+药店仍是政策避风港板块，重点推荐具有相当安全边际的一心堂。 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在目前政策变量仍是医药板块重要考量因素情况下，医保个人账户政策落地，药店板块受政策影响相对较小，药店仍是政策避风港板块。重点推进具有相当安全边际的一心堂。

相关标的：一心堂、大参林、老百姓、益丰药房

重点推荐具有相当安全边际的一心堂。

1.增长质量高，前三季度新建 810 家门店，没有并购并表情况，利润同比增长 25%左右。云南大本营的稳定增长是业绩基石。

2.区域优势不断夯实，前三季度川渝市场新开店近 150 家，新建比例达到 15%，门店数达到 1080 家，预计全年收入体量 18 亿元，区域优势不断夯实。

3.大本营云南市场以及海南增长稳定，川渝等市场区域优势不断夯实，接下来公司增长更为稳定。

3、医疗器械板块：建议关注质地优良具备安全边际检测标的

万孚生物：

① 新冠抗原检测试剂：综合了抗体+核酸检测的优势，首家国内证+出口白名单+CE 准入，20Q4 订单量可观，我们预计明年业绩贡献量有望朝今年抗体的业绩贡献看齐；业绩增速有保障。

② 常规检测业务：恢复情况良好，化学发光新血栓六项、Lp-PLA2+AMH、毒检整体产品方案升级均为亮点，长期受益于今年渠道扩展而加速终端覆盖

③ 中和抗体：疫苗的伴随诊断，纯增量贡献

金域医学：

① 客户结构优化明显：得益于高端客户和高端项目的业务快速增长，除新冠外的常规检测 Q3 增速较高
② 后疫情时代 ICL 渗透率有望加速提升，公司作为细分领域的领先企业地位稳固，有望不断强化自身优势而在医院样本外包过程中获得更大的份额。
以上公司 PE-Band 均处于历史低值区间，建议重点关注。

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。**短期，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。**

12 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、凯普生物、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、天坛生物稀缺的具有长期成长逻辑的血制品公司 7
（二） 产品线叠加，吨浆利润提升 9
二、行业观点及投资建议：血制品、类消费生物药、高质低价检测标的和药店处于可布局阶段 10
三、相关研究 17
眼科系列深度报告——带量采购有望促进人工晶体格局重塑 17
四、板块行情 19
（一）上周板块行情回顾：整体处于十年历史估值中枢，创新药和 CXO 表现优异 19
1、本周生物医药板块走势：板块回暖，创新药和 CXO 表现优异 19
2、医药板块估值处于十年历史估值中枢，溢价率处于十年中部位置偏下 20
（二）沪港通资金持仓变化：北上资金医药持股占比企稳 21

图表目录

图表 3：本周中信医药指数走势 11
图表 4：本周生物医药子板块涨跌幅 11
图表 5：本周中信各大子板块涨跌幅 19
图表 6：2020 年初以来中信各大子板块涨跌幅 20
图表 7：2010 年至今医药板块整体估值溢价率 20
图表 8：2010 年至今医药各子行业估值变化情况 21
图表 9：北上资金陆港通持股市值情况 21
图表 10：北上资金陆港通本周持股市值变化 21
图表 11：南下资金港股通持股市值情况 22
图表 12：北上资金港股通本周持股市值变化 22

一、天坛生物稀缺的具有长期成长逻辑的血制品公司

本周周报我们重点来阐述下血制品板块标的天坛生物的成长逻辑。

我们一直认为，国内血制品行业是个非竞争性市场，使得供给和需求共同影响血制品行业发展。在终端需求保持稳定增长情况下，血制品企业浆站资源获取以及浆站管理能力决定了其行业地位以及竞争力。

在浆站审批趋严大形势下，如何弥补地方政府在开设浆站时面临的风险收益不匹配，提高浆站资源获取能力，在挑战血制品企业能力边界。

浆站开设具有一定的特殊性，一般选在在人口集中和收入水平偏低的地方。满足经济较为落后地方政府的利益需求，以及和政府对话的能力，显得尤为重要。天坛生物开创性走出以投资换浆站方式，通过投资建厂提高当地就业和增加纳税，弥补地方政府在开设浆站时面临的风险。

天坛生物属于中生集团旗下唯一血制品公司平台，在浆站资源获取能力上具备其他血制品企业难以企及的优势，这也是为什么我们认为天坛生物是国内唯一具有成长逻辑的公司。

（一） 采浆量增长稳定,持续获取浆源能力

判断天坛浆量成长性从两步来看：

第一步：现有在手浆站（包含新近获批浆站）能支撑公司浆量做到多大；

第二步：中长期看持续性浆站获批能力。

1、从3年维度来看，现有在手浆站（包含新近获批浆站）能支撑公司浆量做到多大？

公司浆量规模扩大将主要来自于三大血制、贵州中泰采浆量提升以及新获批浆站，所以需要探讨三大血制和贵州中泰采浆量提升、新近获批浆站成长带来的浆量增长。

我们认为三大血制采浆提升+新近获批浆站+老站增长贡献近555吨三年合计采浆增量：未来三年合计：成都200吨+中泰10+武汉170+上海90吨+兰州所75吨，合计 555吨浆量，2019年采浆量1702吨，预计2022年达到2260吨左右，三年复合增速10%。

1、成都蓉生本部采浆量的成长性：预计老成都蓉生现有浆站未来三年贡献200吨的采浆增量。

不考虑新设浆站，预计蓉生目前采浆量提升来自于两部分：

1）目前单站采浆量较少的三个山西浆站山阴、浑源和沂州（以上三家单站采浆量2017年不足20吨）；

2）2015年开采的南部、蓬溪，2019年新获批开采的宜宾以及目前尚未开采两浆站（含分站）的富顺血浆站和通江平昌分站。

3）老浆站的成长。

老成都蓉生现有浆站未来三年贡献200吨左右的采浆增量：老浆站45吨+三个山西浆站35吨+5家2015年之后获批浆站120吨=200吨。

II、武汉血制的成长性：未来三年武汉所贡献170-180吨浆量增量

武汉血制的未来浆量增长主要来自：

1. 老浆站的浆量提升；

2. 新建浆站投产。

武汉所共15个浆站，截止到2020年10月份，在营浆站为13个，2019-2020年，分别有2个浆站获批（大同浆和陨阳分站为2019年拿到许可证，海南省临高县和岳阳分站2020年拿到许可证）。老浆站的浆量提升+次新和新获批浆站贡献170-180吨浆量。

III、上海血制的成长性：老浆站增长+新近获批浆站预计未来3年能贡献近90吨的采浆增量。

不考虑未来三年内可能获批的浆站，老浆站增长+新近获批浆站预计未来 3 年能贡献近 90 吨的采浆增量。

未来三年增量来源：

1）预计老浆站浆量未来三年内能增长10%-15%左右，提供30吨左右的增量；

2）新获批浆站云南巧家和寻甸单采血浆站，3年内能贡献近60吨的采浆增量

新获批浆站云南巧家单采血站和寻甸单采血覆盖人群分别达到 60 万和 46 万人左右（数据来自 2017 年地方统计公报），预计未来 3 年内能贡献近 60 吨的采浆增量。

IV、兰州血制的成长性：未来三年内合计贡献75吨左右。

预计未来三年增量来源：

1）兰州所老浆站能达到25吨，增量45吨，

2）预计在建浆站2021-2022年左右获批采浆，增量30吨，合计贡献75吨左右。

2、具备持续获取浆站能力

1）根据公司公告，天坛生物通过在云南当地设置生物制品产业化项目，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，目前已在云南地区获批巧家和寻甸两家浆站。中长期看，有望匹配上近1000吨的采浆量。

2）兰州血制的1200吨项目，我们预计类似于以投资换浆站形式。中长期看，有望匹配上与产能相近的采浆量。

（二）产品线叠加，吨浆利润提升

天坛生物吨浆利润水平较低，仅达到华兰生物吨浆利润水平的60%。除了成本控制和品牌力不同带来价格影响因素外，造成吨浆利润水平差距的最主要的原因是因为产品线不全。华兰产品线较齐全，可同时生产白蛋白、免疫球蛋白类和凝血因子类产品。目前天坛生物目前只生产白蛋白和免疫球蛋白类产品，其他吨浆利润较低的血制品企业也存在产品线不全的情况，凝血因子类产品的补充将能弥补和华兰生物吨浆利润的缺口。

成都蓉生目前在研包括人凝血八因子、重组凝血八因子、层析静注人免疫球蛋白以及人纤维蛋白原、人凝血七因子以及特免静注巨细胞病毒人免疫球蛋白（pH4）。产品线的逐步丰富，将促进吨浆利润提升。人凝血八因子于2018年提交上市申请，有望于2020年底或2021年初获批。根据公告，截止10月底，重组凝血八因子、层析静丙和人纤维蛋白原处于临床三期，有望于2023年获批生产上市。

国内目前人凝血八因子仍处于供不应求状态，公司人凝血因子获批上市后将能实现顺利售。

公司在研的层析静丙，**层析法的引入能提高静丙纯化过程的收率，我们预计公司层析法静丙较之前收率能提高15%-30%左右**

层析静丙更高的质量标准，有助于公司终端推广时，获得更高的品牌优势和定价优势。国内静丙推广存在搭便车行为，层析静丙产品纯度更高、稳定性更高，有望在终端推广时，形成差异化竞争，获得更高的品牌优势，减少搭便车情况，以及获得更好的定价优势。

推荐建议：我们继续推荐天坛生物，推荐核心逻辑在于其成长性，属于血制品稀缺的具有成长逻辑的公司。

总结下来：

短期看，预计血制品供给减少，血制品将处于景气度持续上升趋势，公司血制品供给有保障，将更明显受益于价格上行。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。

中期看，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。预计重磅品种人凝血八因子年内能获批上市，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。

从中长期看，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。增长确定性强，成长空间足。

风险提示：价格风险、研发风险、采浆不及预期。

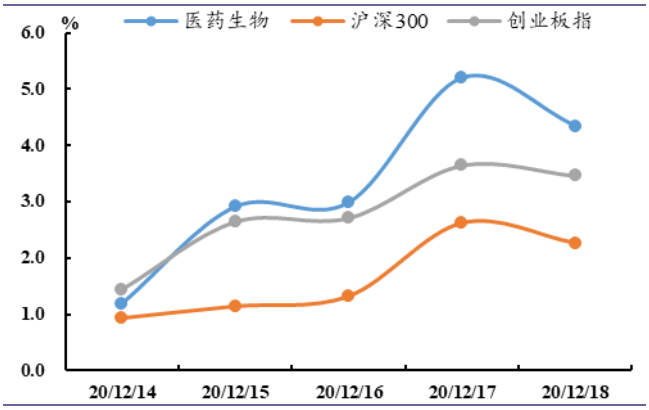
二、行业观点及投资建议：血制品、类消费生物药、高质低价检测标的和药店处于可布局阶段

行情回顾：板块回暖，创新药和CXO表现优异。血制品、类消费生物药、高质低价检测标的和药店处于可布局阶段。上周（12月7日-12月18日）生物医药板块上涨4.34%，跑赢沪深300指数2.09 pct，跑赢创业板指数0.88 pct，在30个中信一级行业中排名第3位。上周中信医药子版块化药制剂涨幅最大8.53%，为其次为医疗服务6.01%，生物医药4.34%，医疗器械2.75%，中成药1.02%，化学原料药-0.82%，医药流通-2.93%，中药饮片跌幅最大-5.24%。医保谈判落地，本周恒瑞涨幅18.07%，长春高新减持靴子落地，涨幅19.8%。2020年初以来（1月1日-12月18日），生物医药板块上涨47.84%，跑赢沪深300指数25.79 pct，在30个中信一级行业中排名第5位。医保谈判落地，短期政策压制解除，上周医药板块回暖，加上自年中起的长时间回调使得部分子板块配置价值提升，预计本月整体板块将持续回暖；建议关注具备短期催化剂、业绩增长确定、具有安全边际，同时兼备长期投资价值标的，如血制品天坛生物、药店板块一心堂和类消费类长春高新和我武生物；以及关注高质低价检测标的万孚生物和金域医学。

在经过三季度以来医药板块持续经历震荡回调行情后，部分板块已完成前期累计涨幅的消化，进入合理估值区间；随着国内疫情影响逐步消退、年末各政策逐渐落地，

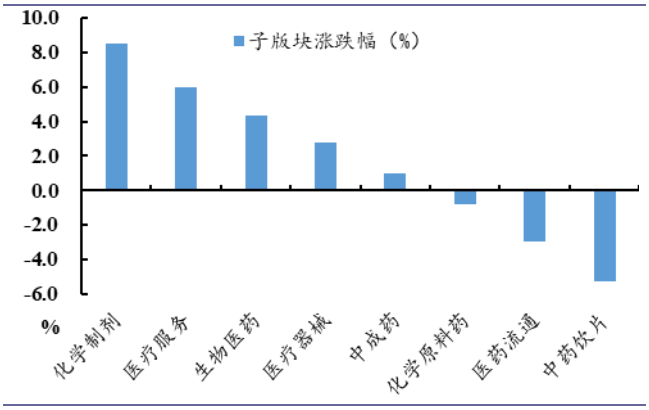
本年度医药板块有望以向上行情收官。投资策略方面，在目前医药政策性降价大环境下，我们认为最优策略仍是选择顺政策或政策免疫方向，医药板块结构性机会有望进一步聚焦，建议立足于核心竞争优势和业绩基本面增长确定性，关注终端需求稳健、竞争格局良好、产品具备提价或升级潜力的相关公司。

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：建议关注具备短期催化剂、业绩增长确定、具有安全边际，同时兼备长期投资价值标的，如血制品天坛生物、药店板块一心堂和类消费类长春高新和我武生物；以及关注高质低价检测标的万孚生物和金域医学。

1、血制品板块：预计2020年海外采浆量同比下降15%+。海外Q3最新情况表明，截止至9月底CSL采浆量仍未恢复到去年同期水平，基立福进一步下调了采浆量预期，调到同比下降15%，奥克特砝码下降30%，同时疫情反复爆发将进一步加大对采浆的影响。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。

相关标的：天坛生物（获取血浆资源能力强，长期成长空间足）

2、类消费生物药：重点推荐长春高新和我武生物。随着第四季度疫情影响进一步减小，类消费生物药板块需求端逐渐回暖（长春高新新患拓展恢复稳定增长、我武生物粉尘螨滴剂销售同比转正），展望明年有望在20年低基数的情况下实现恢复性的快速增长，估值消化确定性强。中长期来看，“赛道宽、格局好”的逻辑仍将被持续证

明，政策免疫的属性也将使得业绩波动风险较小。在经历本年度的回调和滞涨之后，估值相对性价比较高。

长春高新：大额减持靴子落地，股价压制因素也得到消除。

近期草根调研公司生长激素Q4前两个月新患数表现良好，证明；

1）疫情影响在逐渐消除；

2）公司新患拓展能力仍在。拉长时间线，我们通过模型合理假设，预计未来3年生长激素销售额复合增速将在30%左右，且随着价值更高的长效水针占比逐渐提升，预计盈利能力也将有所提升，利润端增速或将快于收入，展望三年估值极具性价比。

长期逻辑不变，生长激素发展路径明确：销售网络布局壁垒高、医生培训成本和转换成本双高，作为行业龙头的金赛长期竞争力极强。随着存量市场和增量患儿的滚雪球效应，以及未来用药时长的持续增加和成人市场的打开，以70%市占率计金赛有望获取250-300亿元市场，生长激素天花板远未达到。

风险提示：营销不及预期，疫情影响超预期，业绩不及预期。

3、零售药店板块：稳健快速增长+药店仍是政策避风港板块，重点推荐具有相当安全边际的一心堂。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在目前政策变量仍是医药板块重要考量因素情况下，医保个人账户政策落地，药店板块受政策影响相对较小，药店仍是政策避风港板块。重点推进具有相当安全边际的一心堂。

相关标的:一心堂、大参林、老百姓、益丰药房

重点推荐具有相当安全边际的一心堂

1.增长质量高，前三季度新建810家门店，没有并购并表情况，利润同比增长25%左右。云南大本营的稳定增长是业绩基石。

2.区域优势不断夯实，前三季度川渝市场新开店近150家，新建比例达到15%，门店数达到1080家，预计全年收入体量18亿元，区域优势不断夯实。

3.大本营云南市场以及海南增长稳定，川渝等市场区域优势不断夯实，接下来公司增长更为稳定。

4.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。在目前政策变量仍是医药板块重要考量因素情况下，医保个人账户政策落地，药店板块受政策影响相对较小。重点推进具有相当安全边际的一心堂。

风险提示：业绩不及预期，竞争加剧，政策冲击超预期。

4、医疗器械：建议关注质地优良具备安全边际检测标的

万孚生物：

① 新冠抗原检测试剂：综合了抗体+核酸检测的优势，首家国内证+出口白名单+CE准入，20Q4订单量可观，我们预计明年业绩贡献量有望朝今年抗体的业绩贡献看齐；业绩增速有保障。

② 常规检测业务：恢复情况良好，化学发光新血栓六项、Lp-PLA2+AMH、毒检整体产品方案升级均为亮点，长期受益于今年渠道扩展而加速终端覆盖

③ 中和抗体：疫苗的伴随诊断，纯增量贡献

金域医学：

① 客户结构优化明显：得益于高端客户和高端项目的业务快速增长，除新冠外的常规检测Q3增速较高

② 后疫情时代ICL渗透率有望加速提升，公司作为细分领域的领先企业地位稳固，有望不断强化自身优势而在医院样本外包过程中获得更大的份额。

以上公司PE-Band均处于历史低值区间，建议重点关注。

12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、凯普生物、长春高新。

2021年医药板块投资策略：进一步聚焦结构性机会

■ 如何理解医药政策影响？政策仍是重要影响变量。

医保控费的大背景下，仿制药、生物药、高值耗材等集采降价仍是大势所趋，经过过去几年医保局设立、药品带量采购推进，市场已有预期，但政策在不同领域的具体方案与落地节奏仍具有不确定性，存在超预期负向的可能性。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。

1、顺政策出发：

- 医保谈判、带量采购，新药定价体系受到挑战，仿制药现金流支撑新药研发的模式风险增加，但真正的创新仍是稀缺资源，政策带来降价压力的同时使产品销量爬坡更加迅猛（如PD-1），创新药回报周期和迭代速度也随之加快。重点监控、

DRGs等政策试点，但结果上来看医保资金支出规模持续扩大，政府作为buyside给予企业的利润池在扩大，“腾笼换鸟”的医保支付结构调整实际利好真正具备临床价值的药物。中长期建议持续关注研发管线丰富、适应症布局广泛的龙头企业。

- 按病种付费(DRGs)扩大试点。DRGs预付费制度使得在总额固定的情况下，药品、检测都将成为医院的成本中心。随着国产品牌不断实现技术突破，质量逐步提升，中长期看DRGs推行会利好国产对于进口的替代。
- 随着医疗器械集采政策的逐步常态化，从投资维度来看，医疗器械可关注三个方向：（1）国产技术水平与外资存在较大差距、暂无集采风险的板块，例如外周和神经介入、心脏节律和电生理等；（2）国产技术水平在提升过程中，受限于销售模式和客户需求因素从而短期集采风险较小的板块，例如化学发光、影像设备等；（3）技术成熟、具备集采条件，在集采扩大范围过程中进口替代和集中度提升进程加速的板块，例如眼科、骨科等。

2、政策免疫板块：

- 类消费品：疫苗板块、生长激素、脱敏制剂；
- 医疗服务板块；
- 创新药产业链。

■ 从中长期看，药物和器械产品本质上是满足人们健康需求，创新价值体现为不断解决临床未满足需求。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。同时，药品和高值耗材集采进一步表明，真正的高质量创新才能享有创新溢价，“me-too”或“me-better”式改良式创新不再享有医保支付溢价。

- 国内创新药企接下来将逐步完成从me-too类创新升级至Best in class以及First in class。
- 医疗器械技术进步、配套产业链成熟为国产器械发展提供基础，政策支持、分级诊疗、资本等外部因素则为国产器械提供了历史性发展机遇。国产设备已逐步突破多项技术壁垒，国家政策层面扶持国产设备，未来十年进口替代将是国产医疗器械发展主旋律，也是国产自有技术创新与升级的阶段。
- 研发投入及投融资景气持续，创新药产业链持续受益于中国市场红利，国内创新

药浪潮叠加中国创新药红利外溢，将给CRO企业带来全球化新机遇，全球CDMO产能向中国转移叠加国内MAH制度下红利释放，将给国内CDMO企业带来快速发展良机。

2021年配置思路：

■ 坚守创新驱动带来的行业高景气度，高投资回报率板块，推荐创新药械、创新疫苗、创新药及创新药产业链板块。

➢ **创新疫苗：**国内创新类疫苗迈入收获期，存量市场+新增量市场释放，行业处于高景气阶段，从中长期看，“产品升级换代+先发优势保持”的逻辑在国内疫苗行业同样也成立。先发企业凭借产品的升级换代以及凭借品种建立起的渠道优势，长期保持竞争优势，高回报率得以长期保持，国内创新类疫苗是门好生意。

相关标的：康泰生物、智飞生物、康希诺、沃森生物、万泰生物和康华生物。

➢ **医疗器械：**集采对于进口替代有较大促进作用，快速的进口替代带来的国产头部厂商高速成长的确定性。

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、安图生物、新产业、凯普生物、万孚生物。

影像设备板块：中高端彩超市场国产空间较大，相关标的：迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗

产品结构以及在研管线，符合眼科诊疗需求升级方向的眼科器械相关公司，中长期将持续受益于眼科赛道的高成长以及消费属性。相关标的：爱博医疗、欧普康视

关注进入壁垒高、进口替代空间大神经介入领域。相关标的：微创医疗、赛诺医疗、康德莱、沛嘉医疗。

➢ **创新药：**国内创新药企接下来将逐步完成从me-too类创新升级至Best in class以及First in class。相关标的：A股恒瑞医药、贝达药业。港股：信达生物、君实生物、康方生物等。

➢ **创新药产业链：**重点关注，产业转移加速的CDMO，以及商业模式升级的平台型公司。相关标的：凯莱英、药明康德、泰格医药和康龙化成。

■ **继续推荐宽赛道、高壁垒医疗服务板块以及处于景气周期药店板块。**

➢ **眼科、口腔科和体检服务宽赛道、高壁垒。**集中程度提升和渗透率提升是医疗服务领域两大主题，龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升，构筑品牌影响，形成进入壁垒。

相关标的：爱尔眼科（优秀扩张能力、进入壁垒高，公司的管控能力足以支撑未来扩张并取得优势地位，竞争优势显著）；通策医疗（“区域总院+分院”的发展模式在浙江省内得到验证，目前正开启浙江省甚至全国复制）；美年健康（体验行业龙头，赛道好）。

➢ **药店：**OTO业务带动店增长，费用减少业绩增长提速；医药分离市场扩容、集中程度提升、龙头优势巩固提升逻辑不变，产业链地位逐步提升。

相关标的：益丰药房、大参林、老百姓和一心堂。

➢ **推荐高壁垒永续增长具备长期投资价值的血制品板块。**短中期白蛋白价格有望继续往上，景气度持续提升。继续推荐：华兰生物（血制品+流感疫苗有望超预期）、天坛生物（获取血浆资源能力强，长期成长空间足）。

➢ **消费升级下的壁垒高格局好、渗透率低的，具备长期成长品种：生长激素和脱敏药物。**

部分细分领域存在远未被满足的治疗需求，产品升级后优势明显、竞争格局良好的企业拥有快速放量的基础，长期可保持稳健增长，估值消化确定性高，推荐我武生物、长春高新、安科生物；

风险提示：政策风险，价格风险，业绩不及预期风险，产品研发风险。

三、相关研究

眼科系列深度报告——带量采购有望促进人工晶体格局重塑

国产人工晶状体正处于进口替代持续演绎的节点，带量采购将对替代节奏产生何种影响？本篇报告，我们尝试通过回答以下问题，来判断国产人工晶状体的投资机会：

带量采购是否降低了产品性能、质量过关国产的准入门槛？是！

白内障诊疗需求的分化趋势明显，中、高端产品有望演绎出两种不同的替代逻辑：

①中端产品：由各级医用耗材联合采购平台主导购买，通过引入竞争实现降价以提高白内障手术的临床可及性，由于带量采购整体上更看重产品的性能、质量，而非品牌的既往市占率，在一定程度上降低了质量过关国产产品的准入难度，相应地弱化了进口在终端覆盖上的先发优势。强调产品性价比，国产替代进行时。

②高端产品：主要支付方式为自费，具有消费升级属性，需求端头部民营眼科医院已证实自身具有推广高端术式的动力及能力，供给端跨国龙头公司在产品开发上暂时领先。强调研发能力，国产替代初启。

医保控费下，国内人工晶状体销售规模具有多大提升空间？

通过对未释放和未满足需求的分析，我们发现国内白内障人工晶状体仍处于成长期：

①未释放需求：我国白内障手术渗透率仍有较大提升空间，过半省（区、市）的支付能力较强但CSR水平较低，这些保障了人工晶体仍处于成长期。

②未满足需求：我国白内障手术已从防盲手术逐步转变为屈光性白内障手术，同时提供功能性/高端人工晶体；期间医生供给结构优化，具备高端术式操作能力的医生数量增加，为高端晶体放量提供了基础。

如何筛选优质企业？

具备中高端晶体替代进口能力的国产公司为爱博医疗、昊海生科。

①中端产品，筛选指标为产品性价比。

②高端产品，筛选指标为公司的研发能力、品牌建设能力。

投资建议：推荐具备研发优势的公司

短期，与既往市占率相比，带量采购整体上更加看重产品的性能、质量，给具备性价比优势的国产产品提供了进院契机。中长期，在民营眼科医院的推动下眼科的未满足需求将有效释放，而产品结构、研发管线符合眼科诊疗需求升级方向的眼科器械公司，将持续受益于眼科赛道的高成长以及消费属性。

推荐具备研发优势的公司，相关标的为欧普康视、爱博医疗和昊海生科。

风险提示：

进口替代不及预期的风险；产品降价超预期的风险；新产品放量不及预期的风险；研发进展不及预期的风险。

四、板块行情

（一）上周板块行情回顾：整体处于十年历史估值中枢，创新药和 CXO 表现优异

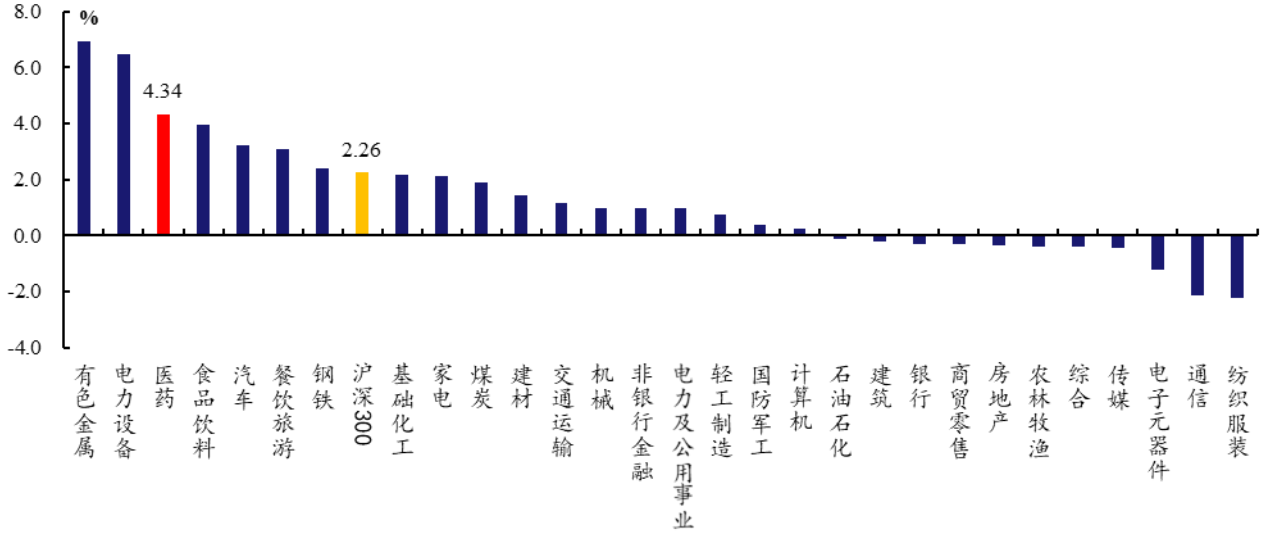
1、本周生物医药板块走势：板块回暖，创新药和 CXO 表现优异

2020年初以来（1月1日-12月18日），生物医药板块上涨47.84%，跑赢沪深300指数25.79 pct，在30个中信一级行业中排名第5位。

上周（12月7日-12月18日）生物医药板块上涨4.34%，跑赢沪深300指数2.09 pct，跑赢创业板指数0.88 pct，在30个中信一级行业中排名第3位。上周中信医药子版块化药制剂涨幅最大8.53%，为其次为医疗服务6.01%，生物医药4.34%，医疗器械2.75%，中成药1.02%，化学原料药-0.82%，医药流通-2.93%，中药饮片跌幅最大-5.24%。医保谈判落地，本周恒瑞涨幅18.07%，长春高新减持靳子落地，涨幅19.8%。

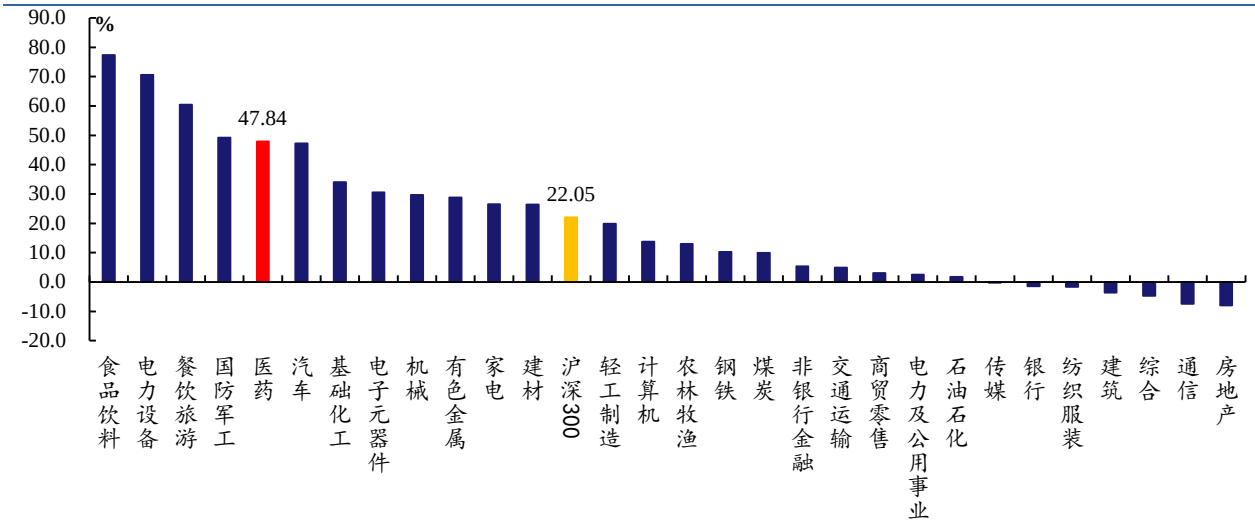
个股方面， 医保谈判落地，上周化药制剂板块恒瑞涨幅18.07%，生物药长春高新减持靳子落地，涨幅19.8%。医疗服务药明康德（+11.7%）、泰格医药（+9.48%）和康龙化成（+9.0%）。

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

图表 4：2020 年初以来中信各大子板块涨跌幅



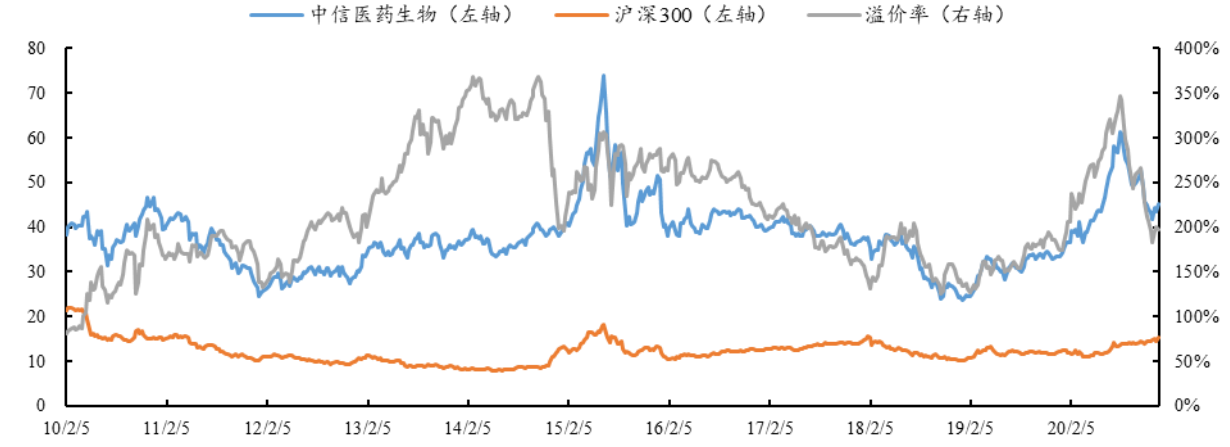
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、医药板块估值处于十年历史估值中枢，溢价率处于十年中部位置偏下

医药板块估值有所提振，相对沪深300溢价率持续两周提升。截止2020年12月18日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为45.21，比上周上涨1.85，整体处于十年历史估值中枢。医药行业相对沪深300的估值溢价率为199.76%，比上周下降了1.77个百分点。

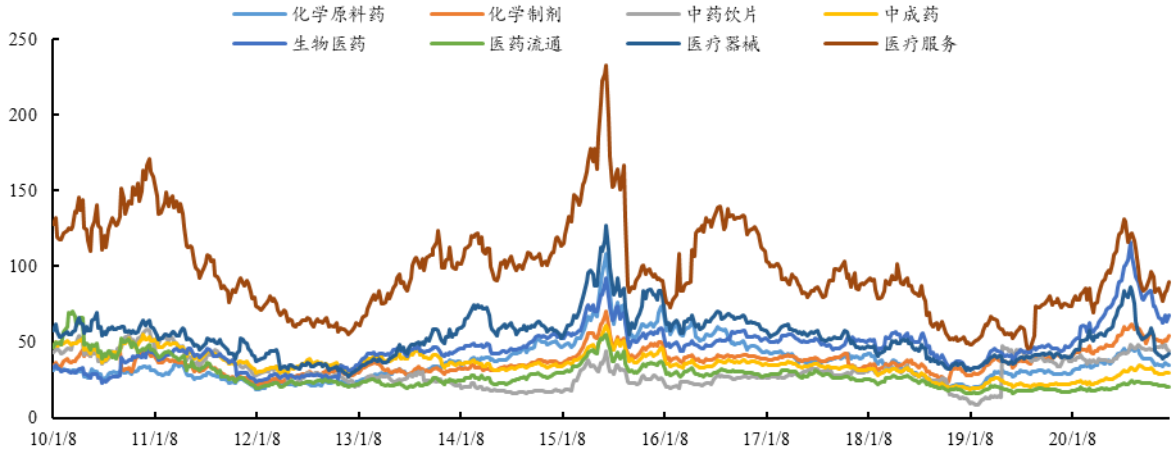
本周医药各子板块估值普遍有所回暖。子行业市盈率方面，医疗服务、生物医药和化学制剂板块居于前三位，PE分别为90倍、68倍和54倍，PE环比上周分别提升5.72、4.24和3.65。

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



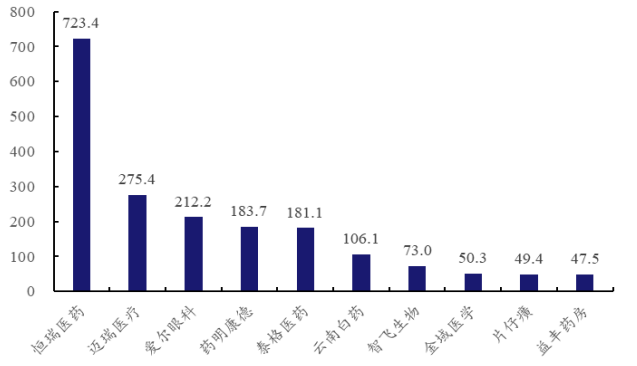
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）沪港通资金持仓变化：北上资金医药持股占比企稳

北上资金：A股医药股整体，截至2020年12月18日，陆港通医药行业投资2686.5亿元，相对2020年12月11日环比增加了69.6亿元；医药持股占陆港通总资金的22.76%。子板块方面，本周化学制药（33.35%）占比提升，医疗服务（25.84%）、医疗器械（17.09%）、中药（8.67%）、医药商业（4.46%）和生物制品（10.58%）占比下降。

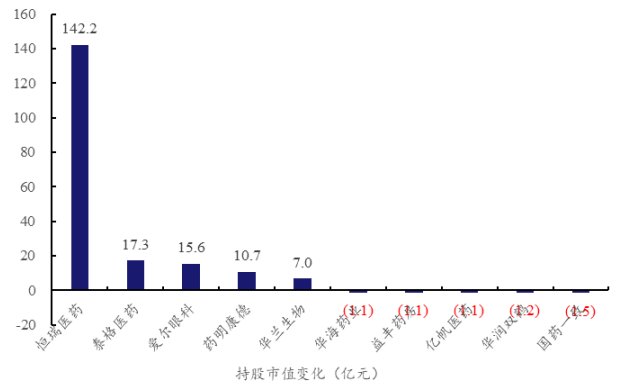
个股方面，A股医药股持股市值前五为恒瑞医药、迈瑞医疗、爱尔眼科、泰格医药和药明康德。净增持金额前三为恒瑞医药、泰格医药和药明康德；净减持金额前三为华润双鹤、亿帆医药和益丰药房。陆港通持股占自由流通股比例增加前五为益丰药房、泰格医药、云南白药、华润三九和恒瑞医药。

图表 7：北上资金陆港通持股市值情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

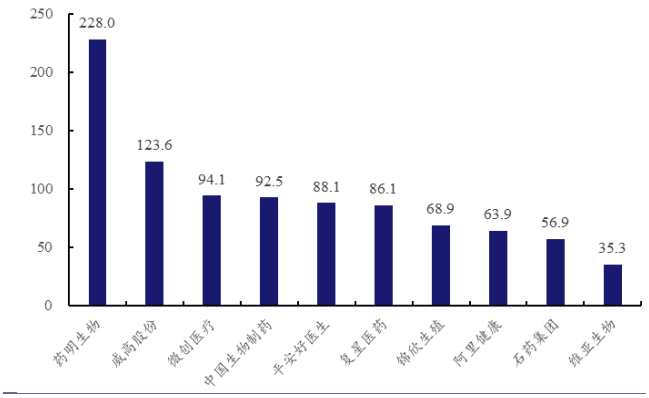
图表 8：北上资金陆港通本周持股市值变化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

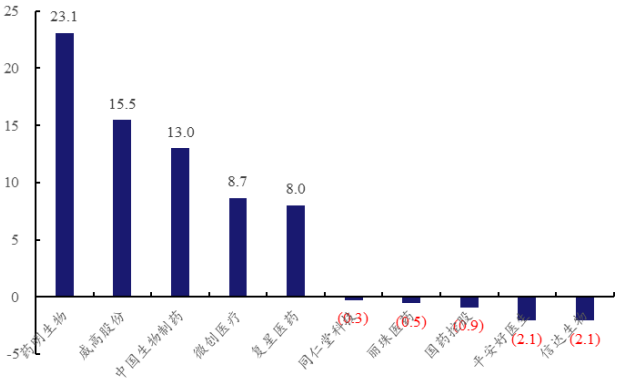
南下资金：H股医药股持股市值前五为药明生物、威高股份、微创医疗、中国生物制药和平安好医生。净增持金额前三为阿里健康、康基医疗和维亚生物；净减持金额前三为信达生物、平安好医生和国药控股。

图表 9：南下资金港股通持股市值情况



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



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	20/12/11
300122	智飞生物	买入	1.48	2.10	2.90	3.70	71	51	40	148.50	71
600161	天坛生物	买入	0.49	0.54	0.67	0.98	77	62	43	41.82	77
603233	大参林	买入	1.07	1.53	1.86	2.28	51	42	35	78.69	51
002727	一心堂	买入	1.01	1.29	1.59	1.94	28	23	19	36.08	28
300832	新产业	买入	1.87	2.22	2.72	3.80	68	55	40	150.30	68
300760	迈瑞医疗	买入	3.85	5.38	6.47	7.83	70	58	48	378.07	70
603658	安图生物	买入	1.80	2.00	2.90	3.80	76	52	40	151.90	76
603882	金域医学	买入	0.88	2.89	2.14	2.66	37	50	40	107.37	37
300639	凯普生物	买入	0.63	1.58	1.62	2.12	23	22	17	35.98	23
000661	长春高新	买入	4.39	7.33	9.16	11.16	61	49	40	448.42	61

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	杨海萍	17717461796	yanghp@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。