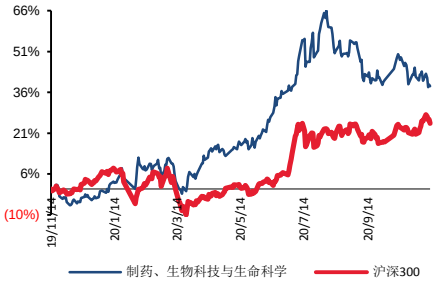
太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-11-15
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—2021 年医药板块投资策略：进一步聚焦结构性机会

■ 走势对比



■ 子行业评级

■ 推荐公司及评级

相关研究报告：

《2021 年医药板块投资策略：进一步聚焦结构性机会》--2020/11/10

《Q3 业绩受泛酸钙价格拖累，大分子创新药国际化进程顺利推进》--2020/11/05

《创新药行业周报—罗氏 A+T 联合疗法将获批》--2020/11/02

证券分析师：盛丽华

E-MAIL：shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

证券分析师助理：曹聪聪

E-MAIL：caocc@tpyzq.com

报告摘要

本周周报我们谈谈 2021 年医药板块投资策略：如何理解医药政策影响？政策仍是重要影响变量。

11 月初冠脉支架集采结果公布，大幅降价超预期带来较大的市场情绪冲击，也相应引发对市场骨科、IVD 等其他高值耗材板块集采的担忧，加上 DRGs 试点城市扩围；医保谈判的品种(如 PD-1)的降价幅度也可能对创新药板块造成扰动，医药表现整体比较弱势。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。2021 年，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。

行情回顾：板块回调，建议进一步聚焦结构化机会。上周（11 月 9 日-11 月 13 日）生物医药板块出现回调，下跌 1.53%，跑输沪深 300 指数 0.94 pct，跑输创业板指数 0.57 pct，在 30 个中信一级行业中排名靠后；除医疗服务外上周医药各子版块均出现不同程度的下跌，其中医疗器械、中药饮片和生物医药分别下跌 3.18%、1.73%和 1.53%。2020 年初以来（1 月 1 日-11 月 13 日），生物医药板块上涨 43.74%，跑赢沪深 300 指数 25.18 pct，在 30 个中信一级行业中排名第 5 位。

2020 年三季度以来，医药板块震荡回调，国内疫情影响逐步消退下医药板块回归产业升级主逻辑；个股层面，业绩确定性强的龙头公司出现结构化行情。截止 2020 年 11 月 13 日，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，安全边际明显提高；子行业估值差收敛，创新驱动和自费属性的子版块估值消化。

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。
中长期，我们建议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。

11 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、2021 年医药板块投资策略：进一步聚焦结构性机会 5
二、行业观点及投资建议：绝对估值处于十年历史估值中枢，安全边际明显提高 9
三、2021 年医药各个子行业投资策略 10
（一）疫苗板块：国内创新疫苗是门好生意 10
（二）类消费品板块：生长激素、脱敏制剂以及生产工艺壁垒高长效制剂 11
（三）血制品板块：白蛋白价格有望继续往上，景气度持续提升 12
（四）医疗器械：政策驱动补短板，进口替代为现阶段发展的主要逻辑 14
（五）CXO：重点关注产业转移加速的 CDMO、商业模式升级的平台型公司 15
（六）创新药板块：创新药供给的变化，自研 BD 双轮驱动，在研管线逐渐前沿化16
（七）医疗服务：眼科、口腔科和体检服务宽赛道、高壁垒 17
（八）连锁药店：行业景气度高，龙头受益于市场扩容和集中程度提升 18
四、板块行情 20
（一）本周板块行情回顾：板块回调，建议进一步聚焦结构化机会 20
1、本周生物医药板块走势：除医疗服务外，各子版块均出现不同程度下跌 20
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 21
（二）沪港通资金持仓变化：北上资金医药持股占比继续下调 22

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 4：本周中信各大子板块涨跌幅 20
图表 5：2020 年初以来中信各大子板块涨跌幅 21
图表 6：2010 年至今医药板块整体估值溢价率 21
图表 7：2010 年至今医药各子行业估值变化情况 22
图表 8：北上资金陆港通持股市值情况 22
图表 9：北上资金陆港通本周持股市值变化 22
图表 10：南下资金港股通持股市值情况 23
图表 11：北上资金港股通本周持股市值变化 23
图表 12：重点推荐公司盈利预测表 23

一、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。**

11月初冠脉支架集采结果公布，大幅降价超预期带来较大的市场情绪冲击，也相应引发对市场骨科、IVD等其他高值耗材板块集采的担忧，加上DRGs试点城市扩围；医保谈判的品种(如PD-1)的降价幅度也可能对创新药板块造成扰动，医药表现整体比较弱势。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；

生产工艺壁垒高长效制剂。丽珠集团和键凯科技。

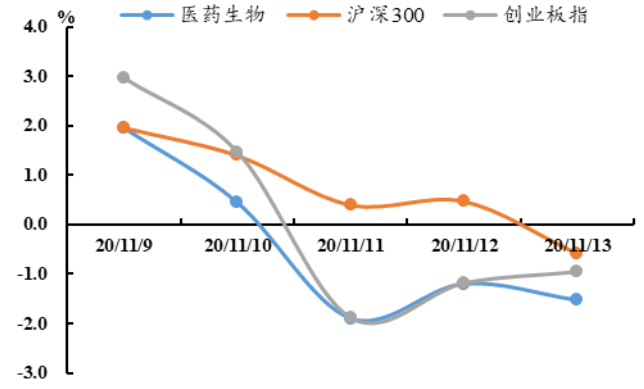
风险提示：政策风险，价格风险，业绩不及预期风险，产品研发风险。

二、行业观点及投资建议：绝对估值处于十年历史估值中枢，安全边际明显提高

行情回顾：板块回调，建议进一步聚焦结构化机会。上周（11月9日-11月13日）生物医药板块出现回调，下跌1.53%，跑输沪深300指数0.94 pct，跑输创业板指数0.57 pct，在30个中信一级行业中排名靠后；除医疗服务外上周医药各子版块均出现不同程度的下跌，其中医疗器械、中药饮片和生物医药分别下跌3.18%、1.73%和1.53%。2020年初以来（1月1日-11月13日），生物医药板块上涨43.74%，跑赢沪深300指数25.18 pct，在30个中信一级行业中排名第5位。

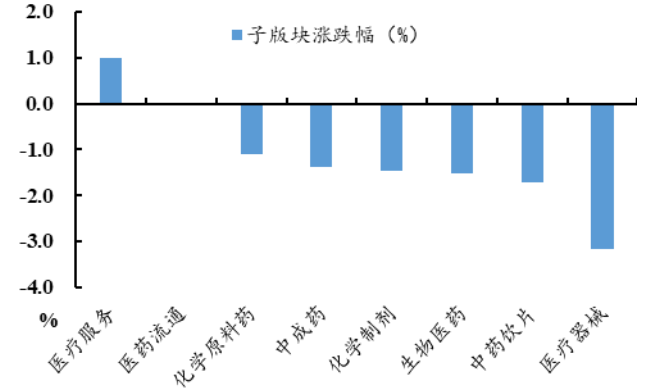
2020年三季度以来，医药板块震荡回调，国内疫情影响逐步消退下医药板块回归产业升级主逻辑；个股层面，业绩确定性强的龙头公司出现结构化行情。截止2020年11月13日，医药板块估值处于十年历史估值中枢，溢价率处于十年中部位置偏下，安全边际明显提高；子行业估值差收敛，创新驱动和自费属性的子版块估值消化。2021年，我们认为最优策略仍是选择顺政策或政策免疫方向，医药板块结构性机会有望进一步聚焦。

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

11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。

三、2021年医药各个子行业投资策略

（一）疫苗板块：国内创新疫苗是门好生意

目前创新疫苗行业整体回报率高，先发企业享有存量市场释放，投资回报率高（先发者IRR（内涵回报率） 达到40%，医药行业平均20%）。

我们认为疫苗是门好生意，基于我们认为先发者能持续保持竞争优势，保持高的利润率；

产品升级换代空间+产品迭代先发优势保持”的逻辑在国内疫苗行业同样也成立。疫苗产品存在升级换代需求，同时先发企业能持续在产品迭代速度快于后发者，使得头部企业将能持续保持竞争优势，被颠覆的可能小。同时，通过不断升级新产品，能持续保持高利润率水平。

除此之外，还需要注意到国内先发企业凭借品种，将率先建立疫苗渠道优势，以及凭借品种搭建起技术平台的规模效应，这也是先发优势的另外一个来源。先发企业竞争优势不断被强化和夯实。

加上凭借先发品种建立的渠道优势，以及搭建起了技术平台的规模效应，使得先发企业竞争优势地位不断被夯实，具有长期竞争优势，被颠覆可能小。从这个意义上讲，我们认为国内疫苗是门好生意。

推荐标的的维度：产品升级换代+搭建销售渠道+技术平台的优势。

新冠疫苗的研发也加快了疫苗行业新技术的引进与应用，长远来看促进了预防性疫苗行业技术迭代升级。

预防性疫苗主要应用于健康人群，安全性最为重要，对于新技术的引用相对治疗领域较为保守。另一方面，目前可通过疫苗预防的传染病大概有36种，已有疫苗保护效果较好，对新技术应用形成进入壁垒，导致新技术在预防性疫苗领域应用相对缓慢，以mRNA疫苗为例，作为mRNA疫苗概的提出可以追溯到1989年，但目前尚未上市的人用mRNA疫苗上市，在新冠疫苗研发之前，在Clinicaltrials. gov数据库中，大多数的mRNA疫苗处于临床I/ II期，推动缓慢。

相比传统疫苗，mRNA的安全有效。mRNA不会插入基因突变，可以被正常细胞降解，通过调节序列和递送载体可以改变其半衰期等。其快速制备的特点也适用于传染病爆发的灵活应对，相对简单的生产工艺也便于质量控制，mRNA疫苗在癌症疫苗、流感、HIV等变异性高的病毒疫苗领域，具有不可代替的优势。与蛋白免疫接种不同，

mRNA疫苗能够引起强烈的CD4+或CD8+的T细胞应答。它们也与DNA免疫接种不同，在动物体内mRNA疫苗通过一两次低剂量接种就能够产生抗体

mRNA疫苗的开发难点则在于其稳定性和递送系统。mRNA技术是很可能成为疫苗行业实现技术弯道超车的的疫苗技术平台的基础。

此次新冠疫苗的研发，海外以新技术mRNA疫苗（moderna和辉瑞）和腺病毒载体（牛津大学和阿斯利康）等为主，国内除了传统的灭活路线，还有沃森和艾博合作的mRNA疫苗，康希诺的腺病毒载体等等。

新冠疫苗的研发，将有望实现第一个mRNA预防性疫苗上市，促进mRNA技术平台的成熟。同时，mRNA新冠疫苗在人群中广泛应用，安全有效性的进一步验证，也将带动疫苗行业新技术的引进与应用。

新冠疫苗研发使得以mRNA为代表的新技术大放异彩，除了研发成功之后为疫苗企业贡献大量现金流，我们认为新冠疫苗的研发也加快了疫苗行业新技术的引进与应用，长远来看促进了预防性疫苗行业技术迭代升级。更好疫苗技术平台有望实现弯道超车，有望实现对目前存有未满足需求疫苗的进一步升级换代。也有望通过技术上的突破，在技术上实现“难啃的骨头”传染病疫苗的开发，进一步拓宽预防性疫苗的边界。

相关标的：康泰生物、康希诺、智飞生物、沃森生物、万泰生物、康华生物和华兰生物。

（二）类消费品板块：生长激素、脱敏制剂以及生产工艺壁垒高长效制剂

消费升级浪潮下的壁垒较高、渗透率较低的品种具备长期成长空间。

长期来看，我武生物、长春高新等所处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；短期来看由于疫情影响医疗机构诊疗量，企业销售推广受到影响，低基数效应下明年有望恢复高速增长，目前位置极具配置价值。

多肽、胰岛素、生长激素等类蛋白制剂半衰期较短，注射频次高，长效升级需求较强，通常采用改造药物成分如改变氨基酸或PEG化、建立新的载药系统如微球、脂质体、胶束等技术，生产工艺壁垒较高，需要多年研发投入与经验积累，因此市场参与者较少，上市后的升级替代趋势将十分显著，**推荐丽珠集团、健凯科技。**

我武生物：舌下脱敏赛道优良，长期稳健增长趋势确定。

国内过敏性鼻炎年就诊患者数在2000万人以上，且发病率处于提升趋势：2019年Wind样本医院系统用抗组胺药销量为4.19亿份，大部分药物用量为1份/日，假设人均年治疗时长为100天，对应419万人，考虑样本医院放大倍数，对应每年发生就诊行为的患者数超过2000万人。过敏性鼻炎患病率已提升至17.6%，对应患者人数接近2.5亿人。

脱敏疗法原理上是唯一可改变过敏性疾病自然进程的对因疗法：舌下脱敏不仅用药方式更加简便，其整体安全性也优于皮下注射脱敏，已陆续进入WAO、GINA、EAACI和ARIA等临床指南。

各地区新患渗透率测算：仅考虑新患，粉尘螨滴剂渗透率约为3%。12-19年累计治疗新患人数约207万人，对应存量患者渗透率为3.27%，其中华南地区的渗透率为5.47%，华东地区和华中地区则不到3%。在研新品黄花蒿粉滴剂对应蒿草过敏潜在患者人数为3134万人，市场潜力同样巨大。

长春高新：生长激素赛道长期发展空间巨大，生长激素龙头地位稳固。

生长激素潜在存量患者（4-15岁儿童青少年）人数接近474万人，根据样本医院放大目前实际治疗人数在50万人左右，对应存量市场渗透率仅10%左右；考虑增量市场（1400万新生儿）对应年市场规模约170亿元。

剂型升级将进一步打开成长空间：1）水针剂型对粉针剂型的替代；2）长效水针对短效剂型的替代。

生长激素龙头地位稳固，百克生物释放业绩：

2019年金赛生长激素样本医院销售额占比约74%；其中水针上市15年，依靠强大学术推广和销售服务占据大部分儿科医师资源，对比竞品具备质量、规格以及配套注射笔等优势，是市场的绝对领先企业，无惧竞品同台竞争。

销售调整、新患波动为短期事件，渠道下沉工作将持续推进，为未来高渗透率、低脱落率的目标铺垫。

疫苗子公司百克生物将分拆上市：水痘苗和新品鼻喷流感疫苗持续放量，贡献利润增量。

（三）血制品板块：白蛋白价格有望继续往上，景气度持续提升

血制品具有长期投资价值。

长期来看，随着学术推广工作推进、国内认知度提升，终端需求将逐步起来，相应的医保配套政策也有望跟上，静丙市场空间将有望进一步释放。长期看，静丙有望替代白蛋白成为浆量主要驱动力，成为血制品行业成长主要驱动力，静丙渗透率低，国内血制品企业具有长足成长空间。

目前浆站审批趋严，且浆站审批向龙头企业倾斜。在行业浆量增长增速继续下降，供不应求情况下，价格有望上行，龙头企业在浆量成长超越行业增长且能享受到价格上涨，增速超越行业增长。

关于血制品大品种的成长性判断：

白蛋白：从白蛋白的适应症来看，受老龄化影响，重症发病率增加、恶性肿瘤患病率增加、以及我国高基数肝病患者的影响，我们认为目前白蛋白终端需求量增长稳定，未来3年继续保持10%左右的增长。

静丙：从短中期来看，医保支付，临床推广，医生认知水平提高对静丙在临床应用提升，打开需求空间起着很重要的作用。目前静丙治疗费用高，自付比例高，加上国内企业目前推广进度缓慢，难以支撑非常快速的增长。我们预计近3年静丙需求量保持8%-10%左右的增长。

凝血八因子：根据我们测算，国内凝血因子Ⅷ的按需治疗需求约为 1440 万瓶（200IU），假设按预防治疗，接近按需治疗的两倍量，需求量约为2880 万瓶（200IU），凝血因子Ⅷ市场尚有较大潜在空间。假设能保持重组和血浆来源比例6：4，按需治疗需求约为 1440 万瓶（200IU），对应的人凝血因子需求量在576万瓶（200IU）左右，是2019年192万瓶批签发量的3倍，成长空间足。

血制品具有长期投资价值，短中期白蛋白价格有望继续往上，景气度持续提升。

从需求端来看，血制品市场需求恢复较好，wind样本医院数据显示，2020上半年白蛋白销售额同比增长5%。

白蛋白价格有望继续往上，景气度持续提升：预计血制品供给减少，血制品将处于景气度持续上升趋势。根据血制品生产周期，1季度采浆的减少对血制品供应影响体现在9-10月份，从目前的中检院披露批签发情况来看，9-10月份白蛋白批签发开始出现明显下降趋势，10月份批签发同比下降16%。考虑进口白蛋白，预计2020年海外采浆量同比下降5%-10%。疫情反复爆发将进一步加大对采浆的影响，海外白蛋白进口批签发有望下降，国内白蛋白价格接下来有望继续往上走。白价格接下来有望继续往上走。

继续推荐：华兰生物（Q1采浆量减少影响血制品供应，接下来供应短缺情况将缓解，血制品业务稳定，国内四价流感成长空间充足）、天坛生物（获取血浆资源能力强，长期成长空间足）。

（四）医疗器械：政策驱动补短板，进口替代为现阶段发展的主要逻辑

需求高景气刺激市场快速发展，高端产品国产化率仍较低。

随着居民健康意识提高、就医需求逐步释放、供给方面随之水涨船高：2018年我国医疗器械市场规模达5300亿元，过去18年复合增长率高达22%，显著高于药品市场14%的年均复合增速。

然而，我国医疗器械产业起步较晚，虽然在一些中低端领域已经占据大部分市场，但是在技术、品牌、渠道、服务等方面竞争力较弱，高端市场仍由外资企业占据，内窥镜、超声、MR、CT等产品在上海二级以上医院的国产化率不足20%。

医保控费+内循环+补短板，进口替代为发展长逻辑。

基于当前医疗资源分布不均、国产医疗器械品牌进入攻坚期的现状，我们认为医疗器械市场在较长的一段时间内，基层扩容和进口替代为主要逻辑：

（1）我国卫生资源在医疗机构之间的分布严重失衡，分级诊疗推动诊疗量下沉基层；

（2）为进一步解决看病难的问题，鼓励社会办医，民营医院诊疗量快速增长；

（3）进口医疗器械价格虚高，鼓励使用国产产品。综合来看，医改政策在饱和的等级医院市场外，为器械厂商开辟了新的战场，并大力支持国产品牌。

就当前阶段而言，由于医疗资源仍集中在高等级医院，国产产品替代进口对医保控费、经济内循环、科技补短板的战略意义更为重要，近几年产业政策方面的也给予很较大的支持。

集采加速进口替代和集中度提升进程。

11月5日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室公布国家冠脉支架集中带量采购拟中选结果。此次集采产生拟中选产品共10个，分属8家企业，包括微创医疗、乐普医疗、吉威医疗等6家国产企业和美敦力、波士顿科学2家外资企业。本次集采10个拟中选产品价格区间为469-798元，价格降幅均超过90%。

高值耗材的集采对于进口替代有较大促进作用，同时加快行业集中度提升的进程，从而利好国产头部厂商。建议关注创新性较强、能通过产品迭代创造新的现金流的头部企业。相关标的：乐普医疗、微创医疗。

集采背景下的投资机会。

根据《治理高值医用耗材改革方案》的思路，对于临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购，鼓励医疗机构联合开展带量谈判采购，积极探索跨省联盟采购。我们认为，骨科植入物、人工晶体、起搏器等单价较高、资源消耗占比较大、易于标准化的医用耗材品类，后续有可能逐步纳入集采体系。

随着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。

（五）CXO：重点关注产业转移加速的 CDMO、商业模式升级的平台型公司

新冠外包合作促进信任升级，短中期CDMO产业转移有望提速。

新冠外包合作促进信任升级：不同于药物发现CRO，我国CDMO尚处于产业转移的初期，以新冠药物研发外包为契机，国内CDMO服务商与欧美药企的信任升级，后续相关企业凭借优势CMC技术和高效服务能力，其在欧美药企pipeline的渗透率有望持续提升。

短中期，CDMO产业转移有望提速：新增订单方面，合同负债可以反应CXO公司新项目启动时收取的预收款项，存货可以反应在手客户订单的增加。2020年前三季度，药明康德和凯莱英的合同负债分别同比增加69%和60%，侧面反应了疫情下CDMO服务商订单拓展情况优异。

政策倒逼药企加大研发，溢出效应下CXO有望分享国内创新红利。

医保控费压力、创新药定价对药物临床价值的考核，持续创新成为国内药企的首选。2020年前三季度，A股上市药企合计研发投入达383.54亿元，同比增长32%，显示在疫情影响及政策压力下国内规模以上药企持续加大研发投入。

中长期，CXO凭借溢出效应赋能，有望共享国内创新药研发红利。国内的CXO公司是先于国内创新药企发展起来的，在服务海外创新药企的过程中逐步搭建的端到端、一体化的能力，有望助力国内药企实现新药研发的降本增效，同时通过“IP引入+CXO”、“EFS换股权”等商业模式，共享中国市场创新药需求爆发的红利。

重点关注：产业转移加速的CDMO、商业模式升级的平台型公司。

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。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。

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。

（六）创新药板块：创新药供给的变化，自研 BD 双轮驱动，在研管线逐渐前沿化

审评端和支付端：创新药面临机遇和挑战。

加快审评审批政策全覆盖理念逐步完善，为创新保驾护航：多年药政改革，带来IND申请默许制、认可境外临床试验数据、出台多种药物临床直到方案、NDA的特殊审评、优先审评、有条件批准以及近期的突破性疗法认定，四大路径对加速新药上市的效果明显。

政策环境宽松，企业研发意愿强烈，热门靶点扎堆，给企业的立项、临床方案设计和推进能力提出了极大挑战，投入研发资金回报率受到考验。具备较强项目筛选能力和临床推进能力的企业将脱颖而出。

支付端的“腾笼换鸟”带来的挑战与机遇：

1.降价：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。

2.控费：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。

创新药供给的变化：初创Biotech崛起，内资与MNC同台竞技。

创新药玩家类型丰富，Biotech为产业发展注入活力：生物医药的研发端和生产端“工程师”红利体现，促进创新政策+联交所18A+科创板，Biotech融资渠道通畅，PE/VC退出渠道丰富，参与产业孵化意愿极大提升。早期的贝达药业、近期的信达生物、君实生物，初创Biotech持续证明具备研产销一体化的可能性。

MNC持续加码中国市场：已上市专利药参与医保谈判意愿加强，最新一批医保谈判结果显示原研降价参与力度加大，从第二批的奥希替尼、塞瑞替尼到第三批的阿来替尼、阿达木单抗等；MNC在研新药国内IND意愿提升，具备潜力的项目（如LOXO不限癌种拉罗替尼、安进KRAS抑制剂AMG510、第一三共ADC新药DS8201以及默克PD-1双抗M7824）。MNC对国内新药市场的投入加大，将倒逼国内创新药企提升研发层次，并极大提高学术推广能力。

创新药供给的变化：自研BD双轮驱动，在研管线逐渐前沿化。

研发项目来源日益丰富，国际交流逐年密切：不论大型综合性药企还是小型Biotech，自研能力标志着企业自我造血能力的强弱，而参考全球药企发展经验，具备优异BD以及后期推进能力同样关键。国内各创新药企研发平台领头人大多具备海外留学和工作经验，近年来项目引进、技术平台合作逐渐增加，使得国内新药研发与国外代差迅速缩小。

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。

（七）医疗服务：眼科、口腔科和体检服务宽赛道、高壁垒

眼科、口腔科和体检服务三大医疗服务市场当前规模均为千亿级别，成长天花板都在在3000亿级别以上，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。

眼科领域：在2012-2018年持续增长，复合增速高达14.7%，民营市场规模由2012

年80亿元增长到200亿元，复合增速20.23%。眼科进入壁垒较高，行业竞争压力较小，连锁医院具备较强的竞争优势。

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）

口腔领域：根据前瞻产业研究院数据，从2008年到2017年我国口腔服务行业规模从200亿元增至880亿元，复合增速为17.9%，随着人口老龄化带来种植、填充等口腔业务需求的上升，消费升级带来种植、正畸等高端业务占比提升，加上人们口腔保护意识的提高，未来行业将持续高速增长。口腔客户转换成本高，先进入者具备先发优势。

相关标的：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）

体检服务：健康体检市场需求旺盛，市场规模不断扩大，从 2012年470亿元左右提升至2018年约1500亿，复合增速21.6%。与发达国家相比，国内体检覆盖率仍有较大提升空间，预计行业接下来保持15%左右的增长。

相关标的：美年健康（体验行业龙头，赛道好）。

（八）连锁药店：行业景气度高，龙头受益于市场扩容和集中程度提升

我国目前药店整体的集中度也比较低，虽然过去集中度在不断提升，CR10从2010年的11.52%提升到2018年的21.58%，国内连锁药店处在行业发展阶段初期，龙头成长空间充足。

行业规范性进一步提高，集中度提升速度加快，龙头胜出。行业规范性进一步提高，零售药店逐步走向专业化、规范化，竞争也将更为市场化，小连锁和单体点生存空间进一步被压缩，大型连锁药店优势凸显，行业集中程度进一步提升。

医药分家大趋势下,处方外流带来的市场扩容。带量采购使得医院端失标和中标产品都将药店作为更重要的终端，医院端处方有望更多流向药店，处方外流速度加快，药店客单价不一定增加，但客流量将增大，以及大连锁议价能力提升，通过议价降低影响。近年来，药店处方药占比逐年提升，医药分家大趋势下，药店端扩容逻辑不改。

向专业化和更具粘性的服务属性业态发展。DTP药房和慢病管理药房，搭建慢病管理平台，更具专业化和提升客户粘性发展，提升线下药店服务属性

OTO业务带动店增长，费用减少，业绩增长提速。

重点推荐：上市公司龙头益丰药房、大参林、老百姓、一心堂等。

四、板块行情

（一）本周板块行情回顾：板块回调，建议进一步聚焦结构化机会

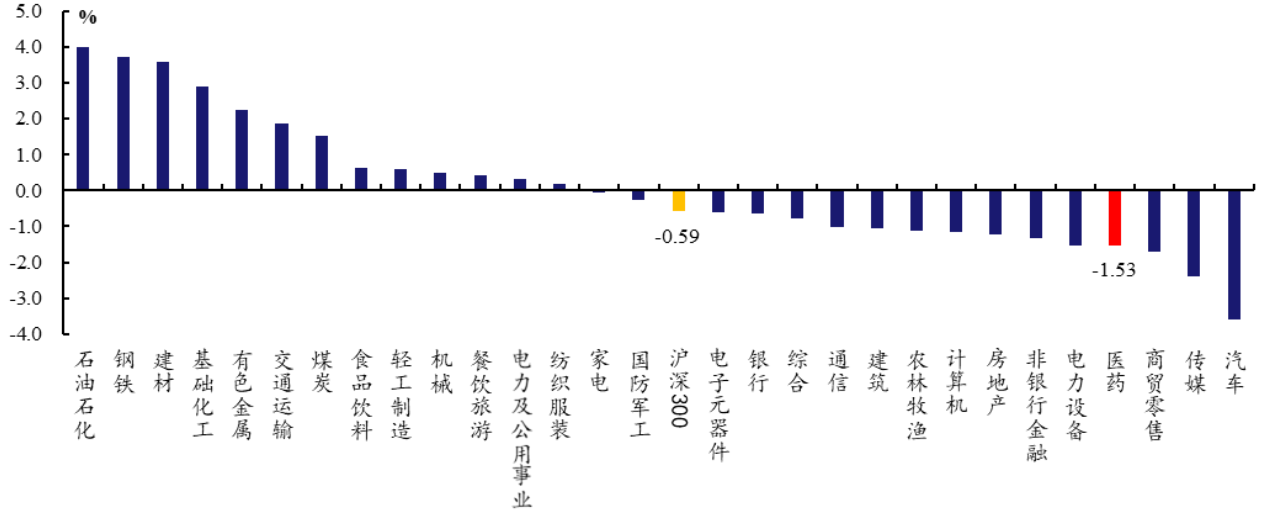
1、本周生物医药板块走势：除医疗服务外，各子版块均出现不同程度下跌

2020年初以来（1月1日-11月13日），生物医药板块上涨43.74%，跑赢沪深300指数25.18 pct，在30个中信一级行业中排名第5位。

本周（11月9日-11月13日），生物医药板块出现回调，下跌1.53%，跑输沪深300指数0.94 pct，跑输创业板指数0.57 pct，在30个中信一级行业中排名靠后；除医疗服务外上周医药各子版块均出现不同程度的下跌，其中医疗器械、中药饮片和生物医药分别下跌3.18%、1.73%和1.53%。

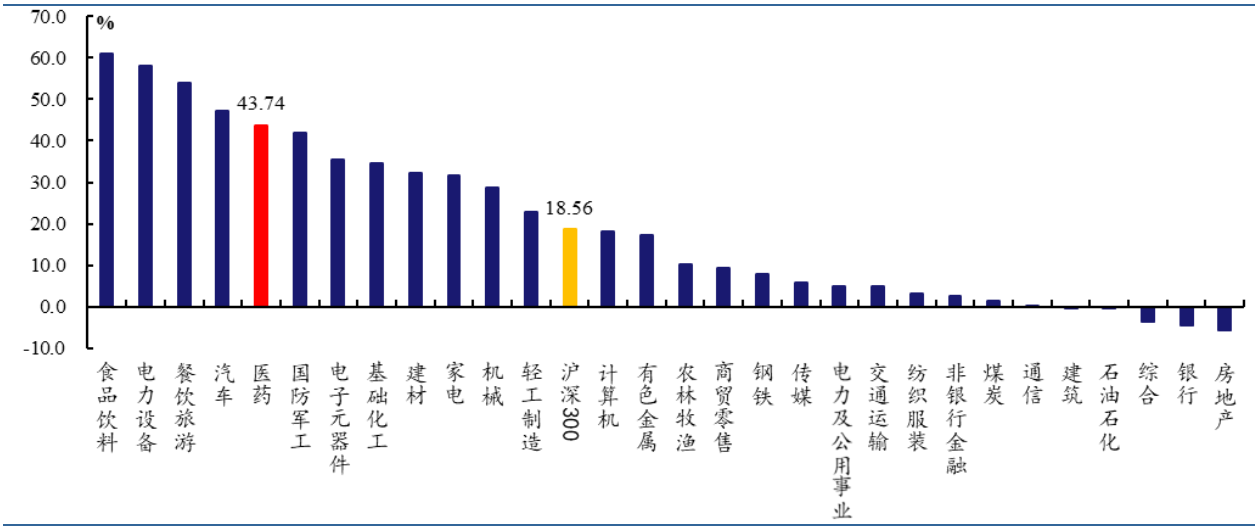
个股涨跌幅方面，本周下跌的子板块中，医疗器械主要系迈瑞医疗（-8.15%）、东方生物（-9.57%）和硕世生物（-4.00%）；中药饮片主要系寿仙谷（-1.77%）、新天药业（-0.60%）和ST康美（-2.22%）；生物医药主要系智飞生物（-12.35%）、兴齐眼药（-9.51%）、药石科技（-7.22%）。

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



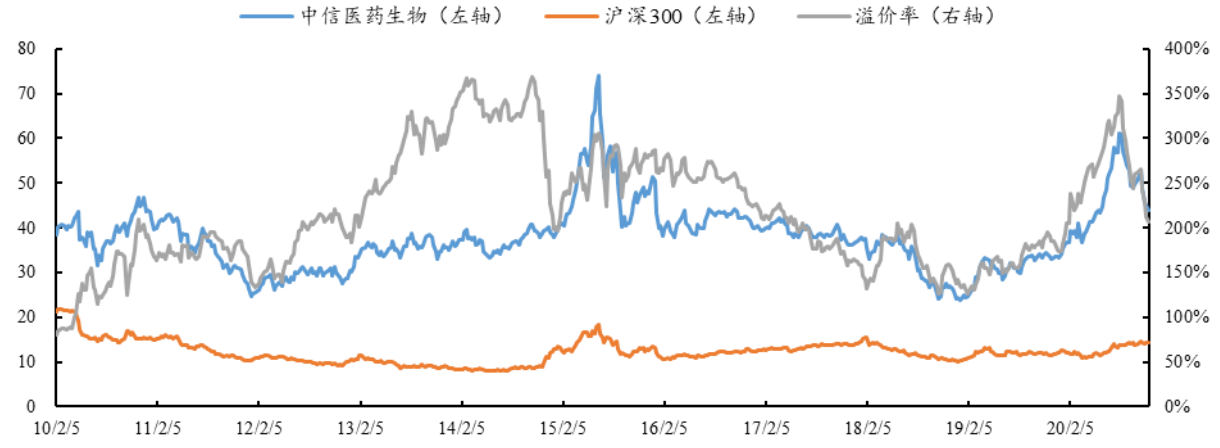
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

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

医药板块估值回落至45倍以下，相对沪深300溢价率环比降幅明显收窄。截止2020年11月13日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为43.94，比上周下降0.98，较7月末高点的61.17已有较大幅度回撤。医药行业相对沪深300的估值溢价率为207%，比上周下降了5.22个百分点，溢价率环比降幅明显收窄。

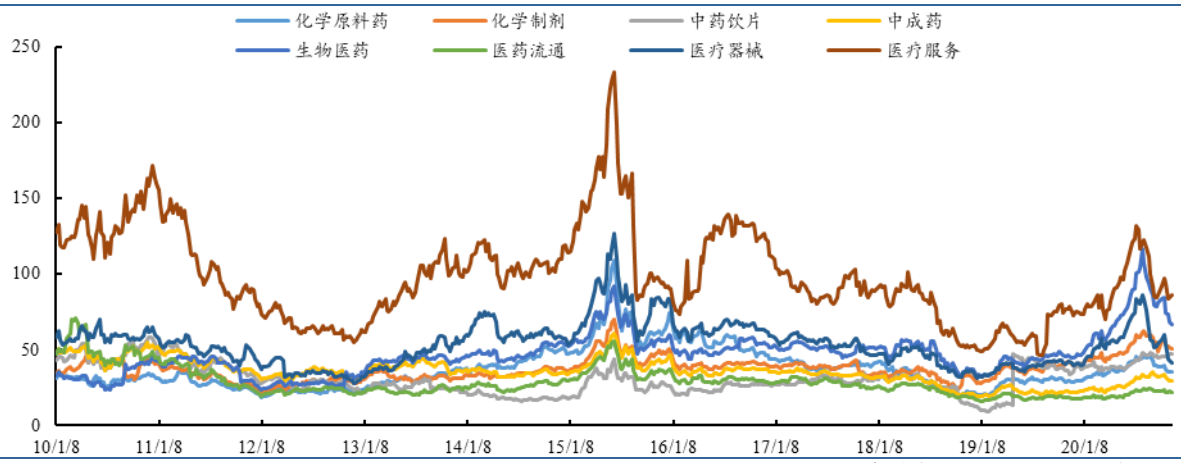
本周除医疗服务外，医药各子板块估值皆有不同程度下降。子行业市盈率方面，医疗服务、生物医药和化学制剂板块居于前三位，PE分别为86倍、66倍和51倍，PE环比上周分别上涨1.20、下降2.00和下降0.51。

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



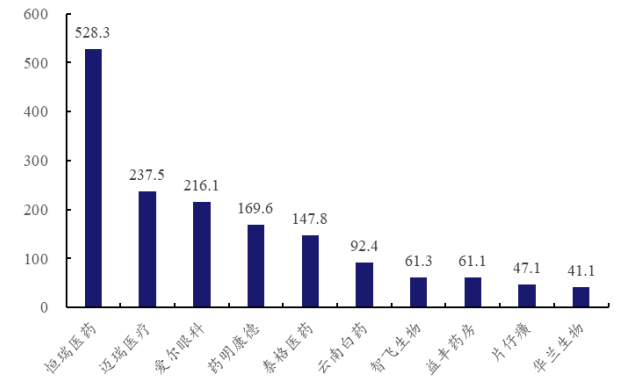
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）沪港通资金持仓变化：北上资金医药持股占比继续下调

北上资金：A股医药股整体，截至2020年11月13日，陆港通医药行业投资2357.20亿元，相对2020年11月6日环比减少了60.80亿元；医药持股占陆港通总资金的21%，处于历史较高位。子板块方面，本周医疗服务（27.26%）、医药商业（5.53%）和生物制品（10.73%）占比提升，医疗器械（17.45%）和化学制药（29.84%）占比下降。

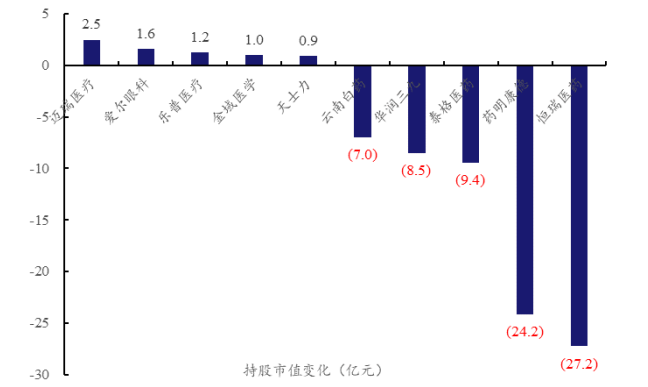
个股方面，A股医药股持股市值前五为恒瑞医药、迈瑞医疗、爱尔眼科、药明康德和泰格医药。净增持金额前三为迈瑞医疗、爱尔眼科和乐普医疗；净减持金额前三为恒瑞医药、药明康德和泰格医药。陆港通持股占自由流通股比例增加前五为益丰药房、泰格医药、云南白药、金域医学和恒瑞医药。

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

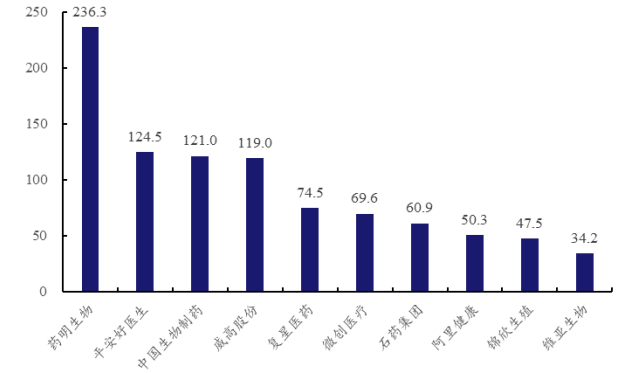


资料来源：WIND，太平洋证券整理

南下资金：H股医药股持股市值前五为药明生物、平安好医生、中国生物制药、

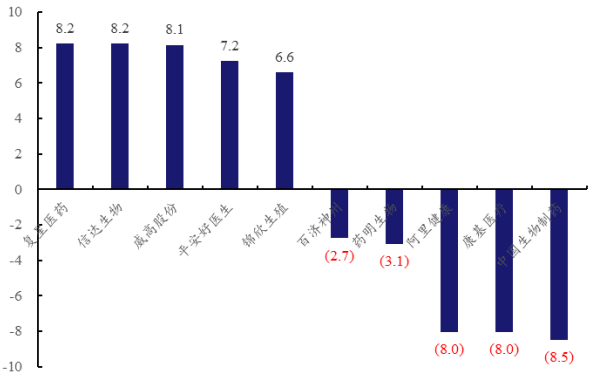
威高股份和复星医药。净增持金额前三为复星医药、信达生物和威高股份；净减持金额前三为中国生物制药、康基医疗和阿里健康。

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

图表 11：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	20/11/14
300122	智飞生物	买入	1.48	2.10	2.90	3.70	89	63	45	36	131.94
600161	天坛生物	买入	0.49	0.54	0.67	0.98	70	63	51	35	34.17
603233	大参林	买入	1.07	1.53	1.86	2.28	93	65	53	44	99.20
002727	一心堂	买入	1.01	1.29	1.59	1.94	37	29	23	19	37.35
300832	新产业	买入	1.87	2.22	2.72	3.80	81	69	56	40	152.50
300760	迈瑞医疗	买入	3.85	5.38	6.47	7.83	89	64	53	44	343.85
603658	安图生物	买入	1.80	2.00	2.90	3.80	87	78	54	41	156.06
603882	金域医学	买入	0.88	2.89	2.14	2.66	98	30	40	32	86.20
300639	凯普生物	买入	0.63	1.58	1.62	2.12	64	25	25	19	40.25
000661	长春高新	买入	4.39	7.33	9.16	11.16	81	48	39	32	354.04

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。