太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

行业研究报告

2021年医药板块投资策略：进一步聚焦结构性机会

拥抱创新，坚守价值

太平洋医药盛丽华团队
首席分析师：盛丽华 执业证书编号：S1190520070003
团队成员：谭紫媚、陈灿、曹聪聪

报告撰写时间：2020年11月10日

目录

1 疫情催化医药股超额收益，非药板块受青睐

2 2021年医药板块政策仍是重要影响变量，结构性机会将会进一步聚焦

3 2021年可以配置哪些板块

4 投资建议及风险提示

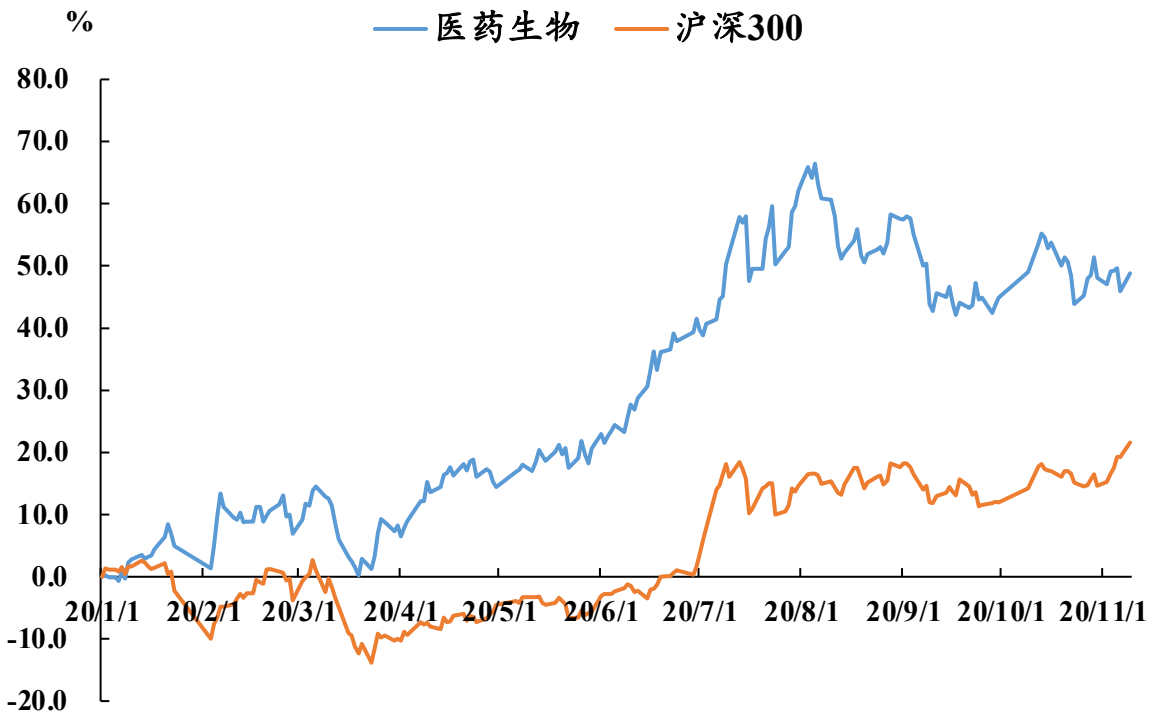
1. 行情回顾：创新驱动和自费属性子版块当前已极具投资价值

- 医药板块估值溢价率处于十年中位偏下，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
- 公募基金持仓比例处于十年中枢区间，医药性价比大大提升
- 北上资金医药持仓占比略有回落，非药板块依旧受青睐

三季度以来医药板块震荡回调，逐步回归产业升级主逻辑

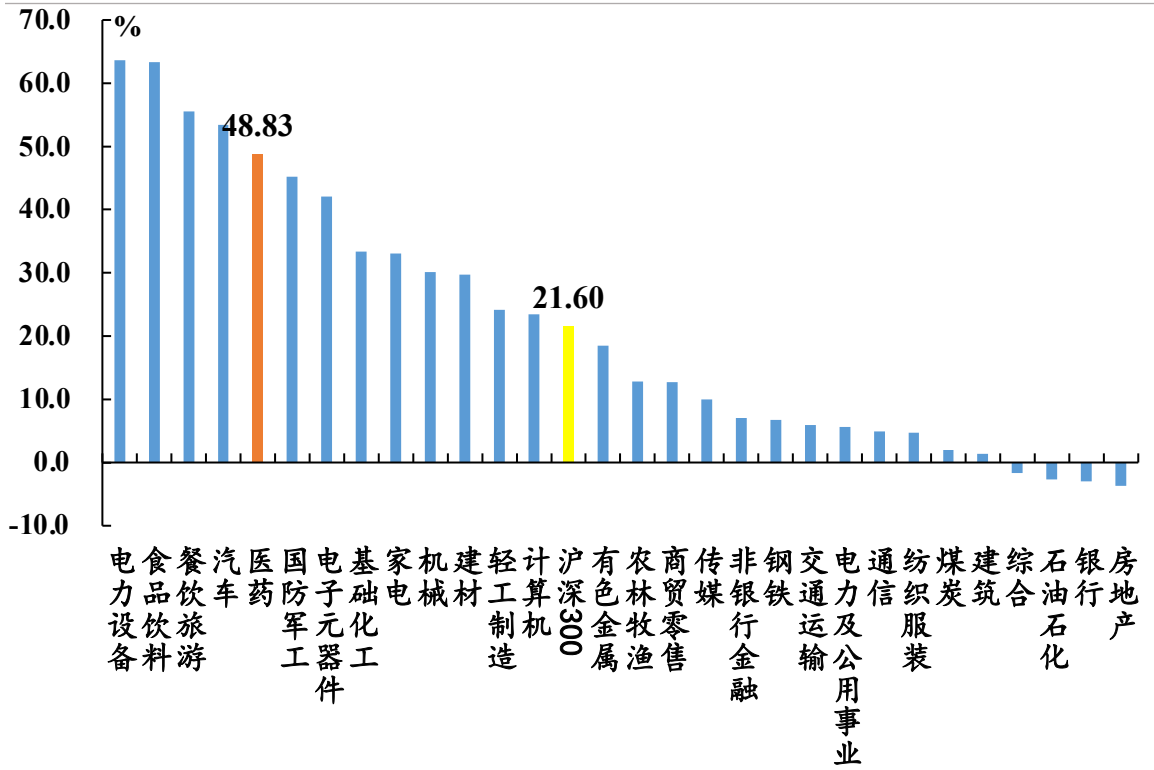
- 2020年三季度以来，医药板块震荡回调，国内疫情影响逐步消退下医药板块回归产业升级主逻辑；个股层面，业绩确定性强的龙头公司出现结构化行情。
- 截至2020/11/09，中信医药指数涨幅48.83%，跑赢沪深300指数27个百分点，在30个中信一级行业中排名第5位。

图表：2020年Q3以来医药板块震荡回调



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：2020年以来医药板块涨幅在中信一级行业中排名第5位

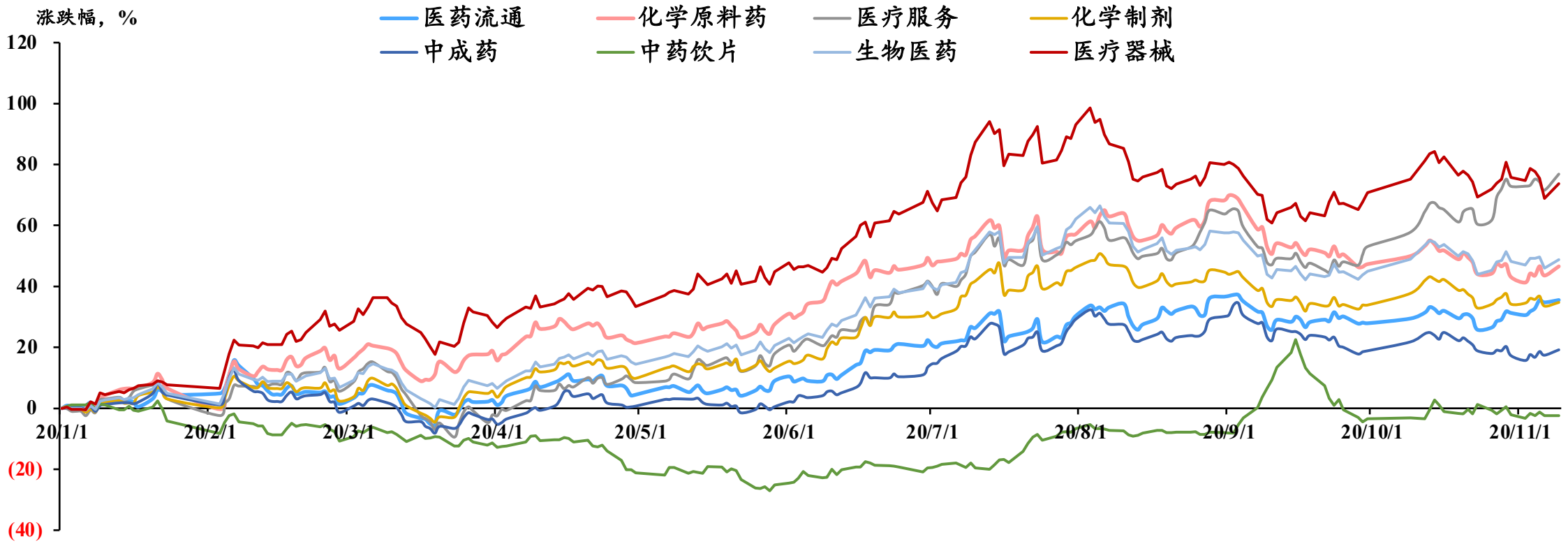


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

子行业行情持续分化，医疗服务和医疗器械表现突出

- 2020年三季度以来，医药板块子行业持续分化。截至2020年11月9日，具备高成长和/或自费属性的医疗服务（CRO、医疗服务和检测服务）、疫情带来业绩明显增厚的医疗器械（IVD、低值耗材）表现亮眼，分别上涨76.86%和73.76%，位居涨幅第一和第二。

图表：2020年Q3以来，高成长和/或自费属性的医疗服务、疫情带来业绩明显增厚的医疗器械表现亮眼



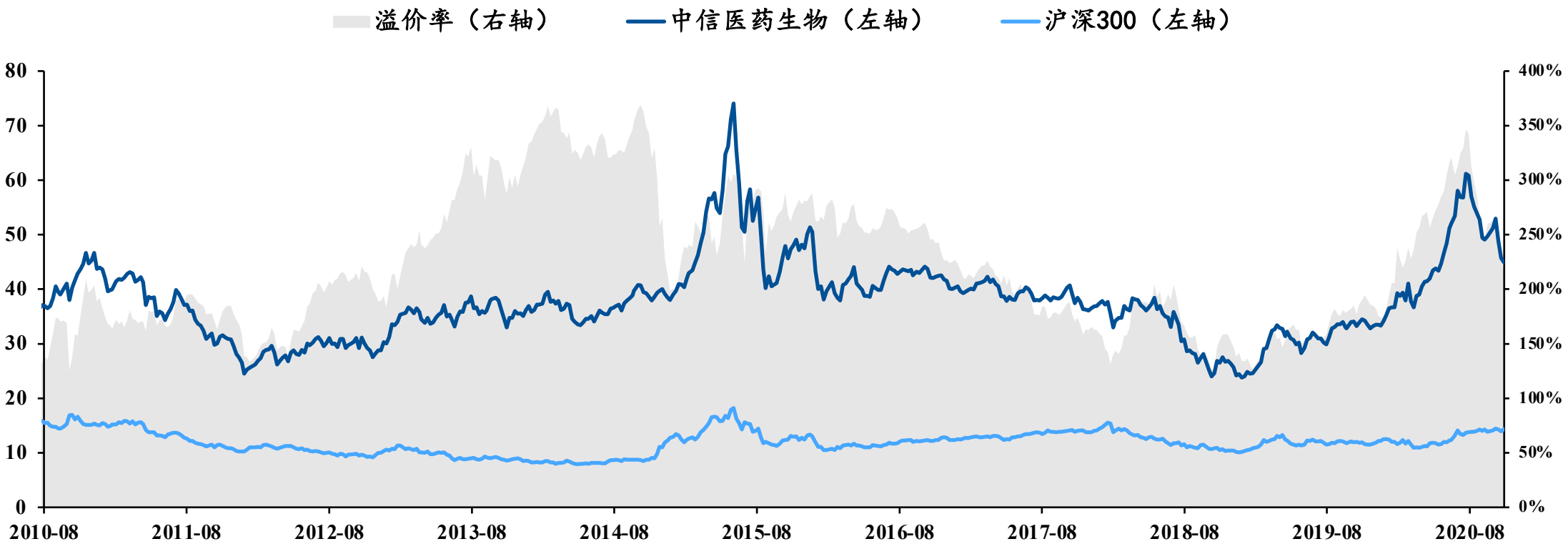
资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

医药板块估值溢价率处于十年中位偏下，安全边际明显提高

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

- 2020年三季度以来，国内疫情影响逐步消退、市场风格切换下，医药板块估值持续消化。截至2020/11/06，中信医药PE（TTM，剔除负值）为44.9X，达到10年60.65%分位，而沪深300 PE（TTM，剔除负值）为14.4X；医药板块估值溢价率为212.16%，达到10年57.54%分位，低于10年平均（217.87%），处于2010年以来的中部位置偏下。

图表：医药板块绝对估值处于十年历史估值的中枢区间，溢价率处于中部位置偏下



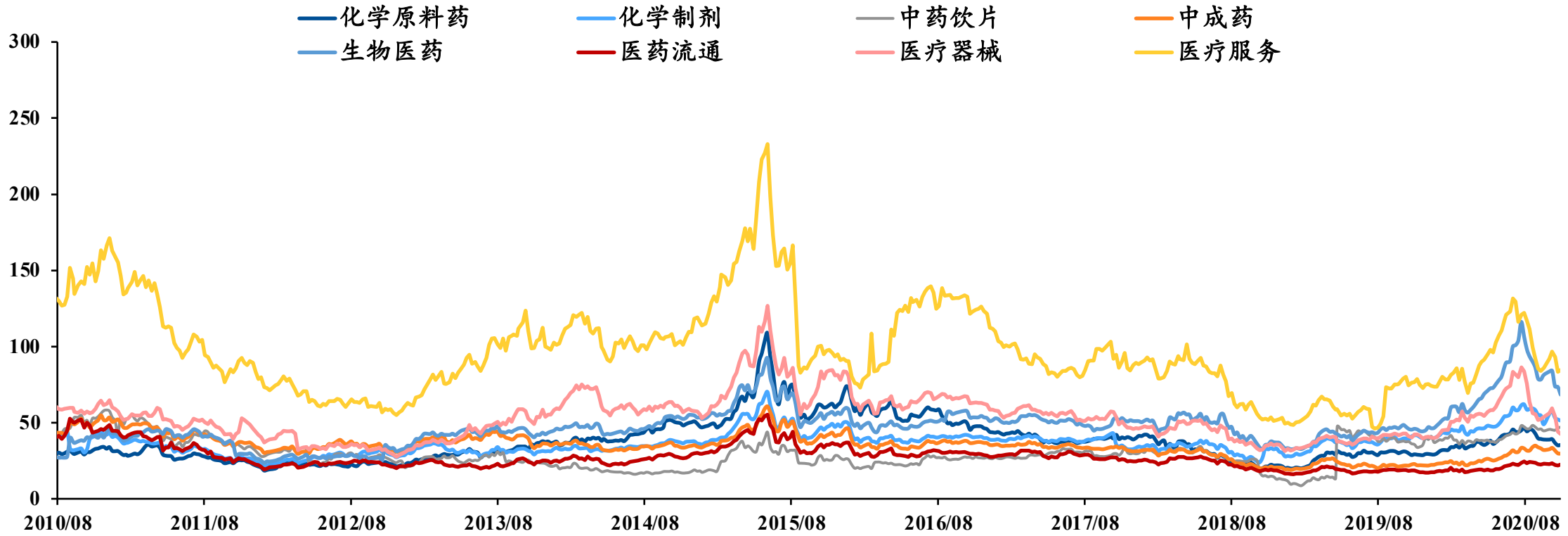
资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

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

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

- 2020Q3以来子行业估值差收敛，上半年拔估值的子版块中，生物医药PE为68X，历史分位点为58.9%，回归十年历史估值的中枢区间；而医疗器械和医疗服务的PE分别为43X、85X，历史分位点分别为33.6%、20.4%，已处于十年历史估值的相对低位。我们强调，创新驱动和自费属性的子版块估值消化，正处于极具投资价值的时点。

图表：2020年Q3以来医药子行业估值差收敛，创新驱动和自费属性的子版块估值消化



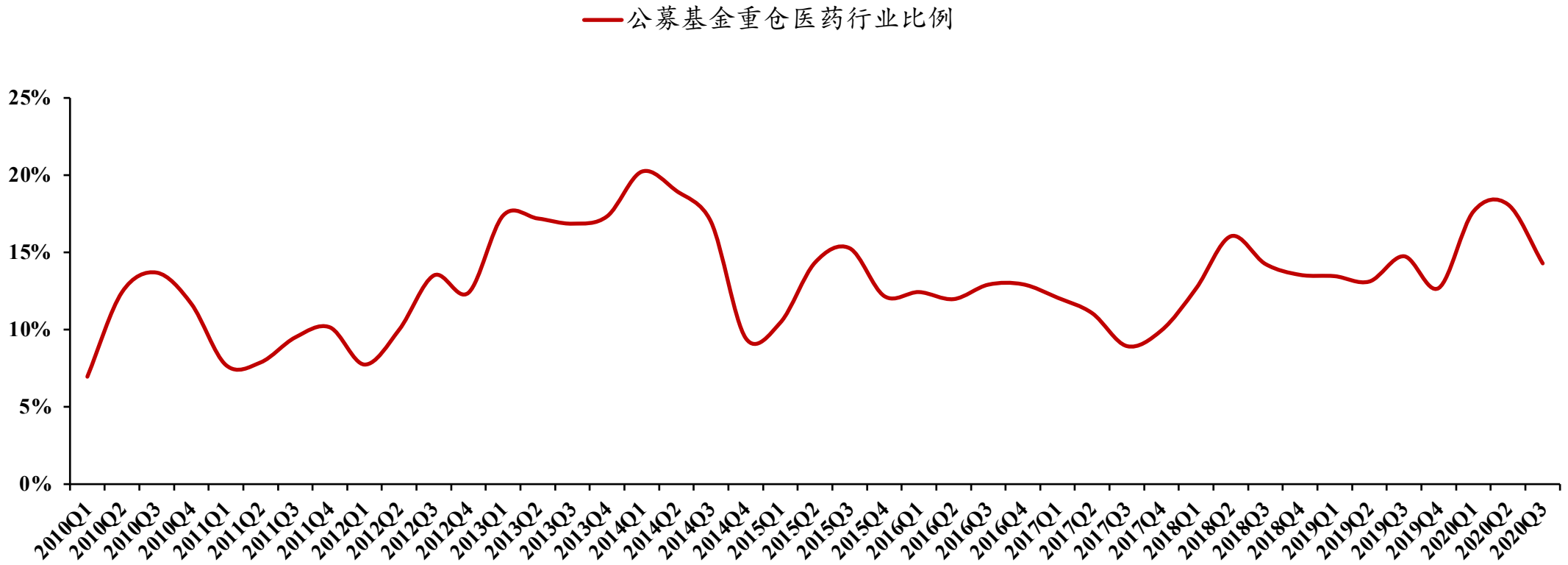
资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

公募基金持仓比例处于十年中枢区间，板块性价比大大提升

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

- 2020年Q3公募基金重仓医药行业的比例为14.3%，同比回落0.46%，环比回落3.81%。目前持仓比例略高于10年平均（13.1%），处于十年中枢区间，医药板块的投资性价比大大提升。

图表：2020年Q3公募基金重仓医药行业比例回落

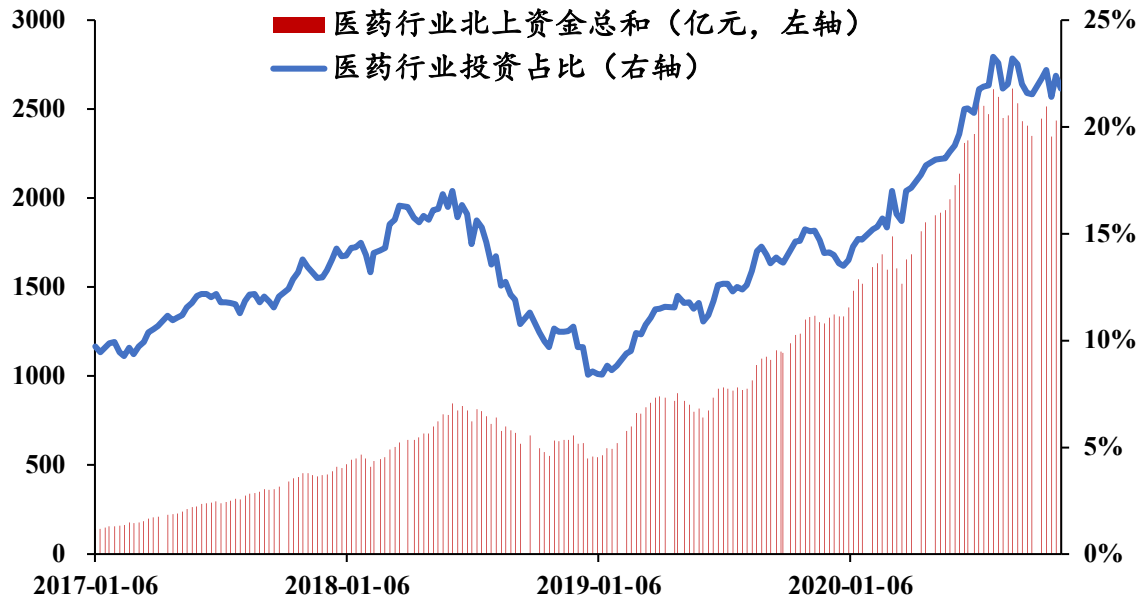


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

北上资金医药持仓占比略有回落，非药板块依旧受青睐

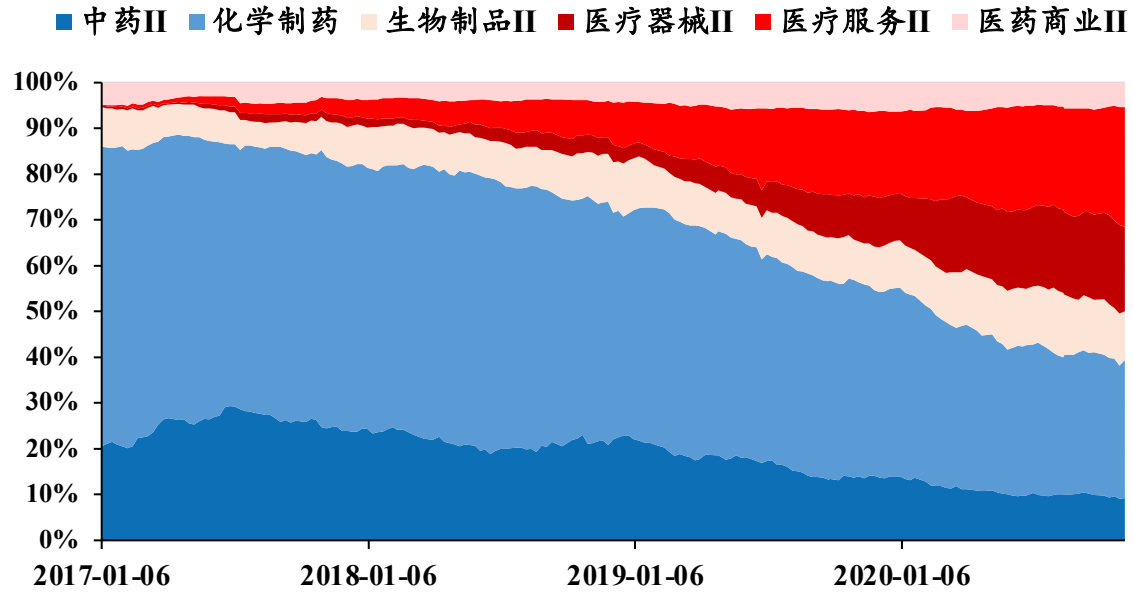
- 北上资金近年来提高了对医药行业的配置比例，自2020年三季度以来，北上资金医药行业投资占比略有回落，但仍处于相对高位。截至2020/11/06，医药行业北上资金总和为2418亿元，北上资金医药持仓比例为22%，持股比例超过公募三季度重仓医药持仓比例14%。
- 分子行业看，医疗器械和医疗服务等非药板块备受海外投资者青睐，持仓占比分别从2017年初的0.45%和0.13%提升至目前的18.53%和26.13%，而化学制药板块从65.42%下滑至30.15%。

图表：2020年Q3以来北上资金医药行业投资占比略有回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：医疗服务、医疗器械等非药板块依旧受青睐



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

2. 2021年医药投资策略

- 政策仍是重要影响变量，医药板块结构性机会将会进一步聚焦
- 2021年可以重点配置哪些板块

医药行业2021年投资机会

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

■ **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；

CXO。

医药行业2021年投资机会

- **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。

医药行业2021年投资机会

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

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

医药行业2021年投资机会

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

- **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。

医药行业2021年投资机会

- **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。

1、国内创新疫苗是门好生意

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。

表 HPV 不同市场顺序不同市场份额的 IRR

	第 1 位	第 2 位	第 3 位	第 4 位	第 5 位
销售额（亿元）	18.2	13.4	10.9	9.7	8.5
市占率	30%	22%	18%	16%	14%
IRR	30%	27%	25%	24%	22%
IRR：考虑出口（2500 万支出口），价格 50 元，净利润 15%	32%	30%	28%	27%	25%
IRR：考虑存量市场					

资料来源：太平洋研究院

疫苗板块：国内创新疫苗是门好生意

- 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

表 PCV 不同市场顺序不同市场份额的 IRR

	第 1 位	第 2 位	第 3 位	第 4 位	第 5 位	第 6 位
销售收入（亿元）	16.1	12.4	11.9	10.9	10.9	11.2
市占率	26%	19%	16%	14%	13%	12%
IRR	34%	32%	30%	29%	29%	29%
IRR：考虑出口（3000 万支出口），价格 50 元，净利润 15%	36%	34%	33%	32%	32%	32%
IRR：考虑存量市场	40%					

资料来源：太平洋研究院

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。

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

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

表、海外公司 mRNA 疫苗研发管线及进展（截止 2019 年 11 月）

公司名称	项目名称	平台	项目内容	前期研发	临床前研究	临床 I 期	临床 II 期
Moderna	mRNA-1777	预防性疫苗	呼吸道合胞病毒（RSV）疫苗	完成	完成	完成	
	mRNA-1647		巨细胞病毒（CMV）疫苗	完成	完成	进行	
	mRNA-1653		人偏肺病毒（hMPV）+副流感病毒 3 型 PIV3 疫苗	完成	完成		
	mRNA-1278		带状疱疹病毒（VZV）疫苗	完成	进行		
	mRNA-1440		流感 H10N8 疫苗	完成	完成	完成	
	mRNA-1850		流感 H7N9 疫苗	完成	完成	完成	
	mRNA-1893		寨卡病毒（ZIKV）疫苗	完成	进行		
	mRNA-1388		奇昆古尼亚热病（Chikungunya）疫苗	完成	完成	完成	
	mRNA-4157		个体化肿瘤疫苗	完成	完成	进行	
	mRNA-5671		KRAS 疫苗（针对结直肠癌、非小细胞肺癌、胰腺癌）	完成	完成		
Biotech	个体化新表位特异性免疫治疗	肿瘤疫苗	转移性黑色素瘤	完成	完成	进行	
			多样实体瘤	完成	进行		
			保密	完成	完成	完成	进行
			晚期黑色素瘤	完成	完成		
			HPV+头部或颈部肿瘤	完成	进行		
			三阴性乳腺癌	完成	进行		
			前列腺癌、卵巢癌、神经内分泌肿瘤	进行			
			季节性流感	进行			

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

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

- 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。

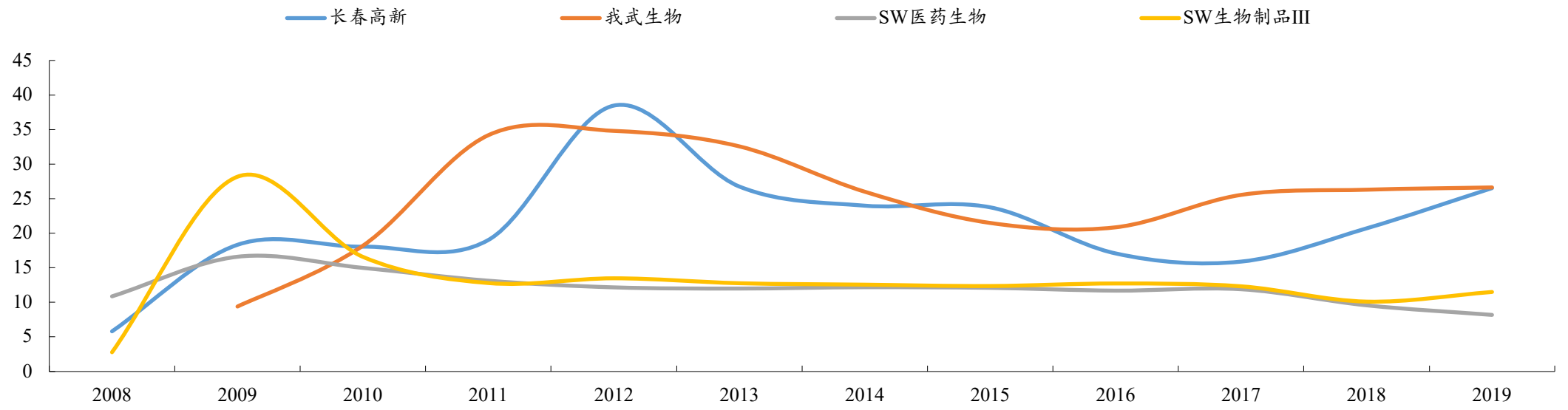
- 相关标的：康泰生物、康希诺、智飞生物、沃森生物、万泰生物、康华生物和华兰生物

2.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、键凯科技。**

图表：代表企业长春高新和我武生物ROE高于医药板块与生物制品板块ROE（整体法）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

我武生物：舌下脱敏赛道优良，长期稳健增长趋势确定

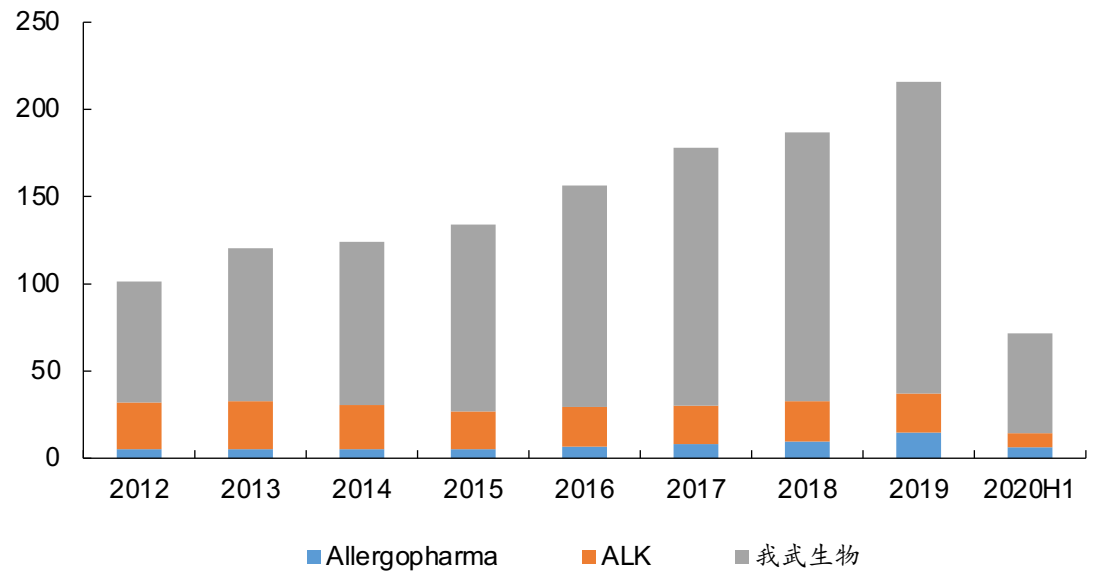
- **国内过敏性鼻炎年就诊患者数在2000万人以上，且发病率处于提升趋势：**2019年Wind样本医院系统用抗组胺药销量为4.19亿份，大部分药物用量为1份/日，假设人均年治疗时长为100天，对应419万人，考虑样本医院放大倍数，对应每年发生就诊行为的患者数超过2000万人。过敏性鼻炎患病率已提升至17.6%，对应患者人数接近2.5亿人。
- **脱敏疗法原理上是唯一可改变过敏性疾病自然进程的对因疗法：**舌下脱敏不仅用药方式更加简便，其整体安全性也优于皮下注射脱敏，已陆续进入WAO、GINA、EAACI和ARIA等临床指南。

图表：舌下脱敏的主要文件和立场文件以及指南

	组织	脱敏疗法类型
1998 年	世界卫生组织	皮下注射脱敏 / 舌下脱敏
1998 年	欧洲过敏和临床免疫学学会（EAACI）	非注射途径
2001 年	ARIA	皮下注射脱敏 / 舌下脱敏
2008 年	ARIA	皮下注射脱敏 / 舌下脱敏
2016 年	ARIA	皮下注射脱敏 / 舌下脱敏
2009 年	世界过敏组织（WAO）	舌下脱敏
2014 年	世界过敏组织（WAO）	舌下脱敏
2011 年	美国过敏性哮喘和免疫学会/美国过敏性哮喘和免疫学会（AAAAI / ACAAI）	皮下注射脱敏
2017 年	美国过敏性哮喘和免疫学学会（ACAAI）	舌下脱敏
2018 年	欧洲过敏和临床免疫学学会（EAACI）	皮下注射脱敏 / 舌下脱敏

资料来源：Allergy，太平洋证券研究院整理

图表：样本医院三大脱敏疗法产品销售额（百万元）



资料来源：Wind医药库，太平洋证券研究院整理

我武生物：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。

图表：粉尘螨滴剂及黄花蒿花粉滴剂20-22年渗透率和新患数预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	12-19年合计	AR患病率	螨过敏比例	中重度占比	螨过敏患者数	12-19年累计渗透率
华南新患	6.89	8.18	9.23	9.85	9.92	11.99	15.09	15.57	86.73	16.60%	69.2%	53.3%	1586.20	5.47%
华东新患	4.40	4.70	5.39	5.63	6.58	7.58	9.97	11.26	55.51	19%	58.0%	53.3%	2381.84	2.33%
华中新患	2.61	2.90	3.86	4.58	5.54	5.84	7.51	8.02	40.86	15.18%	47%	53.3%	1550.26	2.64%
其他地区新患	2.49	2.80	3.06	3.47	4.33	4.79	6.51	6.61	34.04	19.18%	33.7%	53.3%	1119.60	3.04%

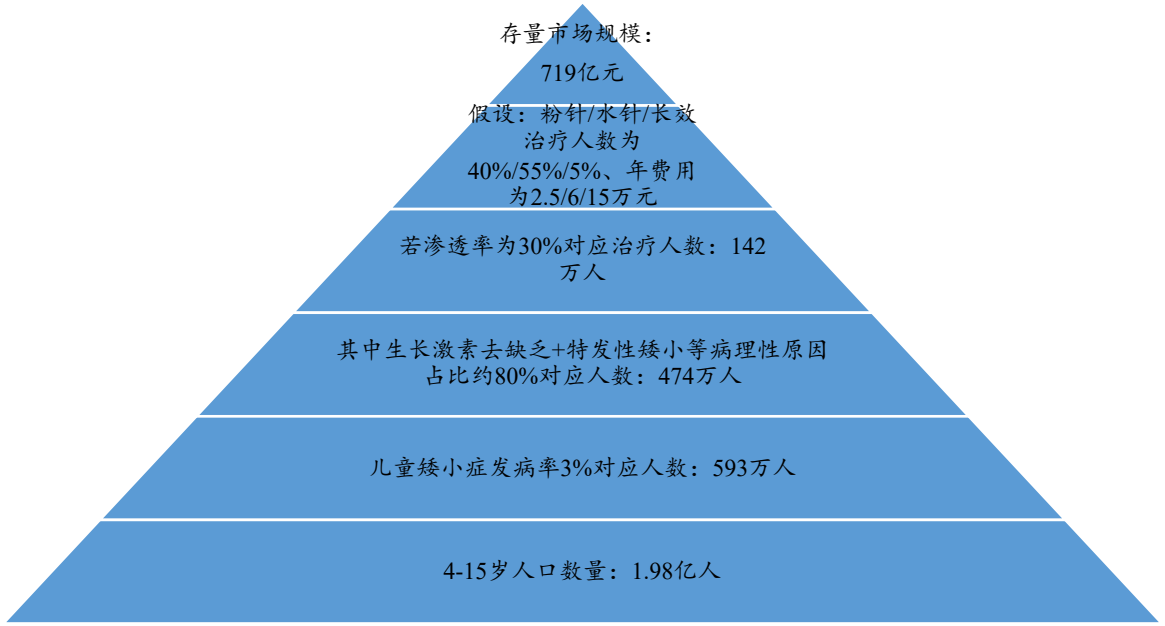
	持续性中重度尘螨过敏潜在患者数	持续性中重度艾蒿过敏潜在患者数		粉尘螨滴剂			黄花蒿花粉滴剂	
				2020E	2021E	2022E	2021E	2022E
华南	1586.20	443.42	华南累计渗透率	6.5%	7.7%	9.2%	0.1%	0.3%
			华南当年新患	16.38	19.03	23.79	0.44	0.89
华东	2381.84	938.44	华东累计渗透率	2.8%	3.4%	4.2%	0.1%	0.3%
			华东当年新患	11.18	14.29	19.05	0.94	1.88
华中	1550.26	788.22	华中累计渗透率	3.3%	4.2%	5.2%	0.1%	0.3%
			华中当年新患	10.30	13.95	15.50	0.79	1.58
其他地区	1119.60	964.15	其他地区累计渗透率	3.6%	4.3%	5.1%	0.2%	0.6%
			其他地区当年新患	6.27	7.84	8.96	1.93	3.86
合计	**6637.90**	**3134.23**	合计	**44.12**	**55.11**	**64.93**	**4.10**	**8.20**

资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

长春高新：生长激素赛道长期发展空间巨大

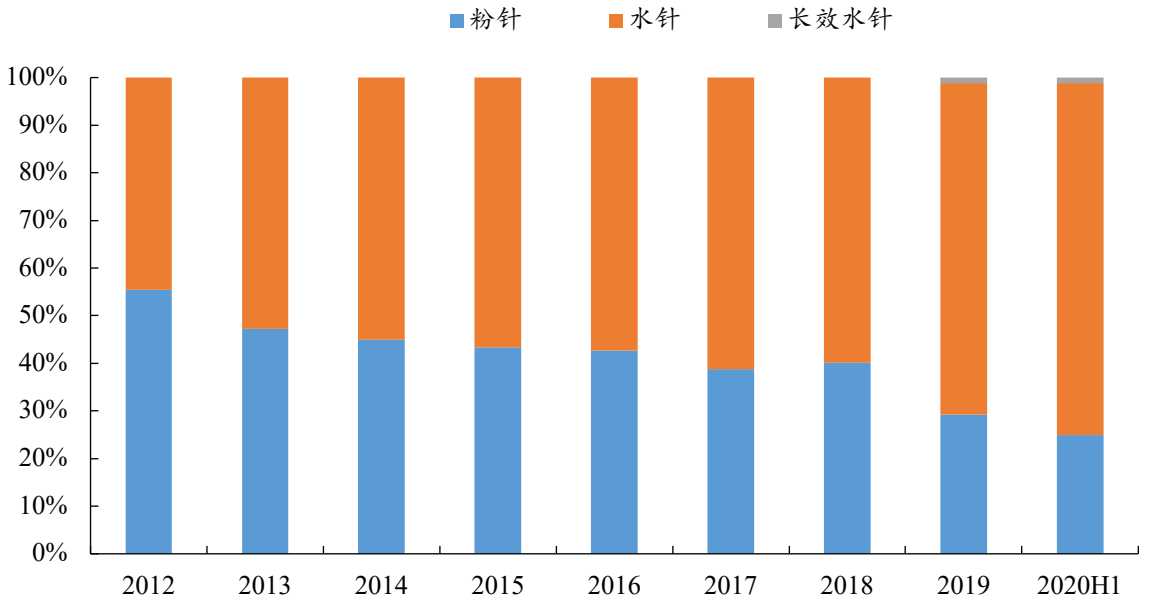
- 生长激素潜在存量患者（4-15岁儿童青少年）人数接近474万人，根据样本医院放大目前实际治疗人数在50万人左右，对应存量市场渗透率仅10%左右；考虑增量市场（1400万新生儿）对应年市场规模约170亿元。
- 剂型升级将进一步打开成长空间：1）水针剂型对粉针剂型的替代；2）长效水针对短效剂型的替代。

图表：生长激素存量市场规模测算



资料来源：Wind医药库，太平洋证券研究院整理

图表：各剂型生长激素样本医院销售额占比



资料来源：Wind医药库，太平洋证券研究院整理

长春高新：生长激素龙头地位稳固，百克生物释放业绩

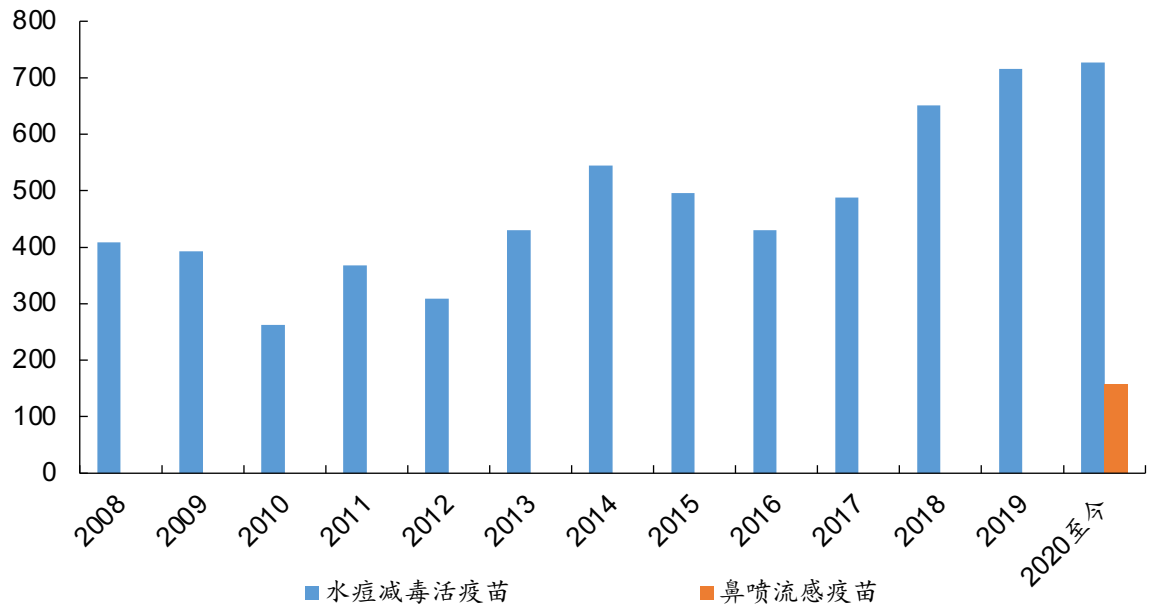
- 2019年金赛生长激素样本医院销售额占比约74%；其中水针上市15年，依靠强大学术推广和销售服务占据大部分儿科医师资源，对比竞品具备质量、规格以及配套注射笔等优势，是市场的绝对领先企业，无惧竞品同台竞争。
- 销售调整、新患波动为短期事件，渠道下沉工作将持续推进，为未来高渗透率、低脱落率的目标铺垫。
- 疫苗子公司百克生物将分拆上市：水痘苗和新品鼻喷流感疫苗持续放量，贡献利润增量。

图表：全球长效生长激素研发情况

产品或在研产品	开发阶段	公司	长效化技术
聚乙二醇重组人生长激素注射液	国内上市	金赛药业	PEG修饰
聚乙二醇重组人生长激素注射液	国内III期完成	安科生物	PEG修饰
Y型PEG化重组人生长激素注射液	国内III期	特宝生物	PEG修饰
Eftansomatropin	国内III期	天境生物	融合蛋白（hyFc® Technology）
TransCon hGH	欧美报产，国内III期	Ascendis	PEG修饰（TransCon Technology）
注射用重组人血白蛋白-生长激素融合蛋白	国内I期	浙江优诺金	融合蛋白
somatrogon	III期	辉瑞/OPKO	融合蛋白（CTP）
somapacitan	美国成人适应症获批	诺和诺德	氨基酸侧链修饰

资料来源：Wind医药库，太平洋证券研究院整理

图表：百克生物疫苗产品批签发量（万支）



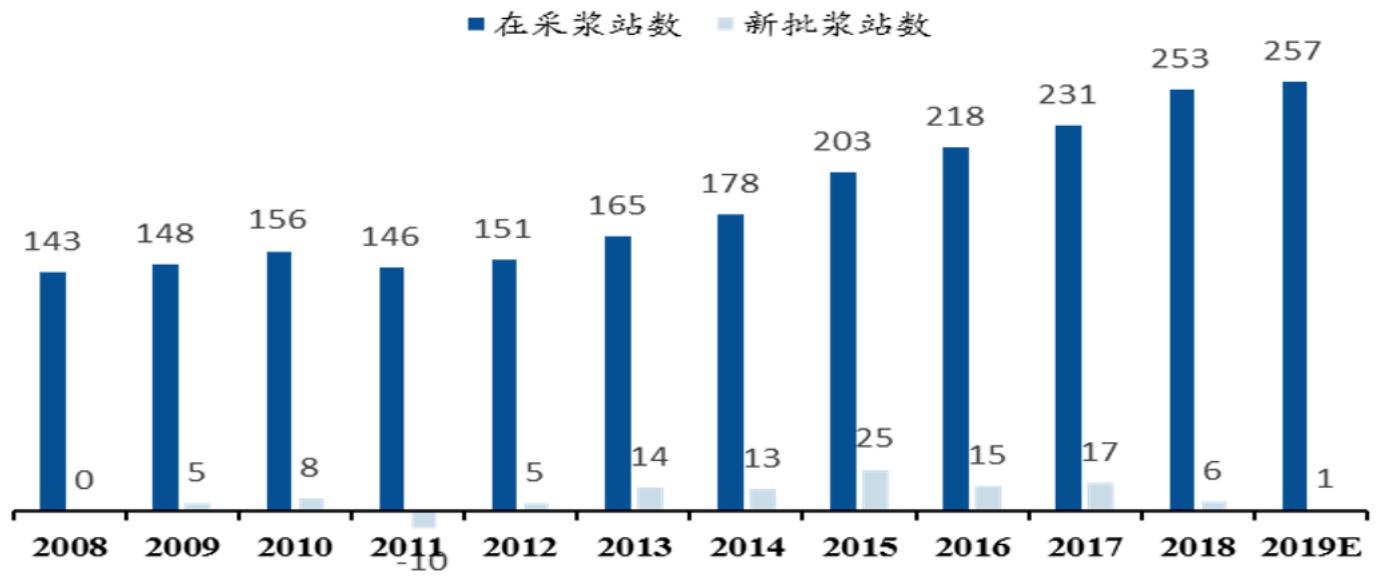
资料来源：Wind医药库，太平洋证券研究院整理

3、血制品板块：白蛋白价格有望继续往上，景气度持续提升

血制品板块：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。

图：2008-2019 年采血浆站数量和新批浆站数



资料来源：卫计委，太平洋证券研究院。备注：2019 年数据为预估数据。

血制品板块：血制品具有长期投资价值

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

- **血制品具有长期投资价值。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。

表：部分地区血制品人均使用情况

	中国		美国		澳大利亚	加拿大	日本	台湾	越南
	2010	2017-2018	2010	2015	2015 年	2015	2015	2016	2015
白蛋白 （g/千人）	115	310	410	547	328	121	236	453	140
静丙（g/千人）		19		210	209	78	35		
凝血八因子（IU/千人）		170		1730	800	10	630		130

资料来源：MRB，太平洋证券研究院整理，备注：凝血八因子为不含重组的数据。

血制品板块：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

表：一线静丙适应症总结

	适应症	推荐级别	备注
治疗免疫学疾病	PID(原发性免疫疾病)	治疗存在不可替代性，FDA 和 NIH（英国）确认作为把静丙作为首推用药	作为儿童及成人血小板计数低于2.0× 1010个/L,或伴有大出血的急性 ITP 一线药物治疗
	治疗 ITP（原发性血小板减少性紫癜），	一线用药	和血浆置换一样有效
治疗神经免疫学疾病	IVIg 治疗格林巴利综合征	一线用药	
	慢性炎症性脱髓鞘性多发性神经病	一线用药	
	多灶性运动神经病	一线用药	
	难治性皮肌炎	一线用药	
辅助或被动免疫治疗			
"	川崎病	首推用药	
	HIV(儿童)	一线用药	
	新生儿溶血症	首推用药	
	对于慢性淋巴细胞白血病	首推用药	
	呼吸道合胞病毒感染(RSV)预防	一线用药	

资料来源：FDA,NIH,CNKI,太平洋证券研究院

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

- **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（血制品+流感疫苗）、天坛生物（获取血浆资源能力强，长期成长空间足）

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

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

- Q1采浆量减少影响血制品供应，导致Q3血制品业务下降。母公司报表显示，3季度末存货为5.12亿元，较之6月底增加0.35亿元，与去年同期基本持平，预计华兰生物采浆不断追平Q1缺口，预计2020年全年采浆与2019年持平，接下来供应短缺情况将缓解。

- 从需求端来看，血制品市场需求恢复较好，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。
- 预计华兰生物2020年全年采浆与2019年持平，接下来供应短缺情况将缓解。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，国内四价流感成长空间充足，华兰流感疫苗产能充足，有望最受益，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。

天坛生物：获取血浆资源能力强，长期成长空间足

- 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 （VIII因子+层析静丙，业绩有望大幅提升）。

- 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，云南血制+兰州血制的新产能投入，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：血制品价格涨价不及预期，销售费用下降不及预期，疫情对采血浆影响超预期，疫苗需求不及预期，安全性生产风险。

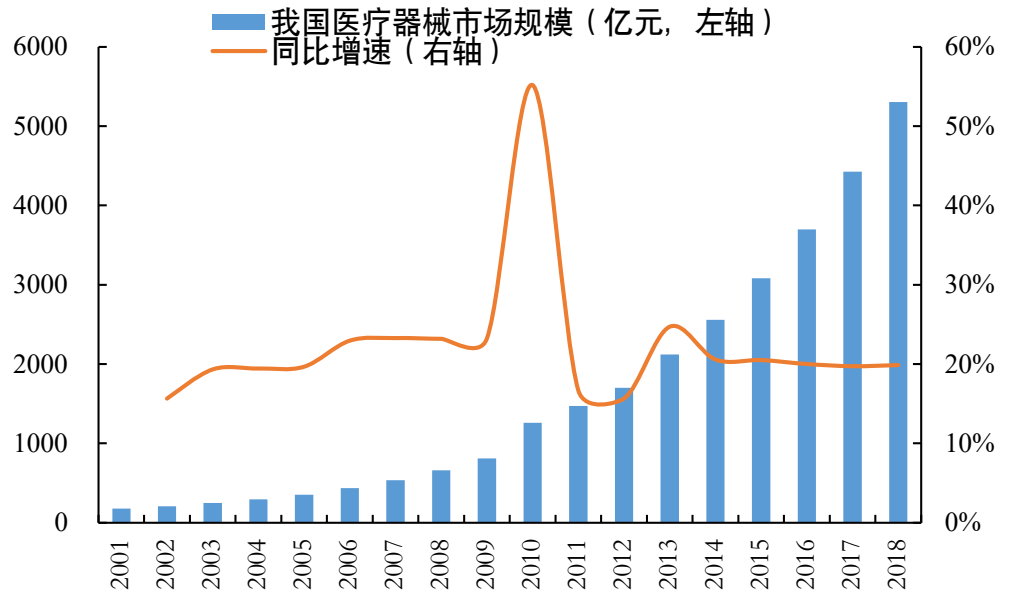
4.医疗器械：政策驱动补短板，进口替代为现阶段发展的主要逻辑

- 需求高景气刺激市场快速发展，高端产品国产化率仍较低
- 医保控费+内循环+补短板，进口替代为发展长逻辑
- 护城河高，技术路径可复制、可迁移性高，产品高迭代能力强具备的高值耗材成长空间足

需求高景气刺激市场快速发展，高端产品国产化率仍较低

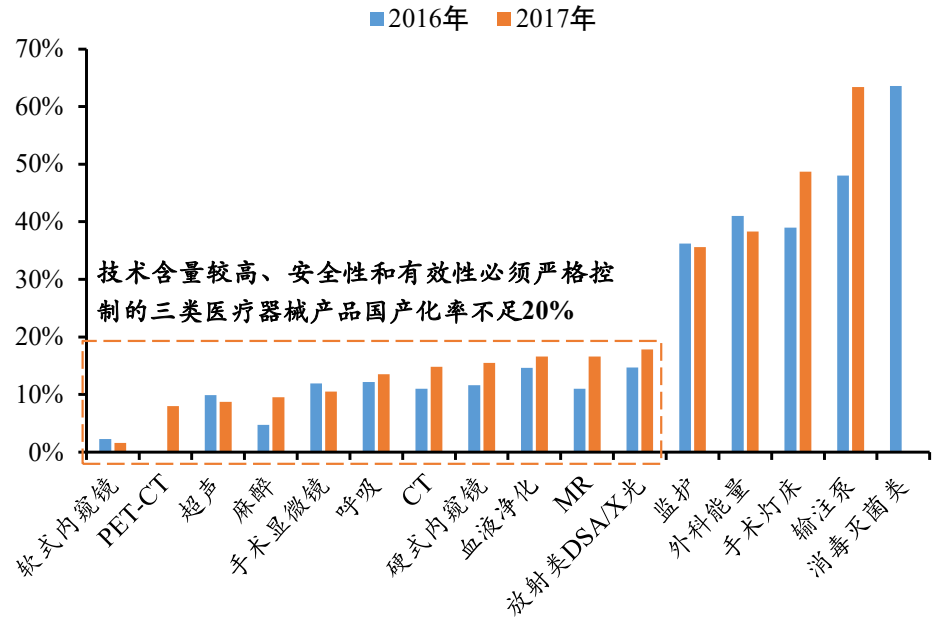
- 随着居民健康意识提高、就医需求逐步释放、供给方面随之水涨船高：2018年我国医疗器械市场规模达5300亿元，过去18年复合增长率高达22%，显著高于药品市场14%的年均复合增速。
- 然而，我国医疗器械产业起步较晚，虽然在一些中低端领域已经占据大部分市场，但是在技术、品牌、渠道、服务等方面竞争力较弱，高端市场仍由外资企业占据，内窥镜、超声、MR、CT等产品在上海二级以上医院的国产化率不足20%。

图表：中国医疗器械市场规模及增速



资料来源：中国医药物资协会，太平洋证券研究院整理

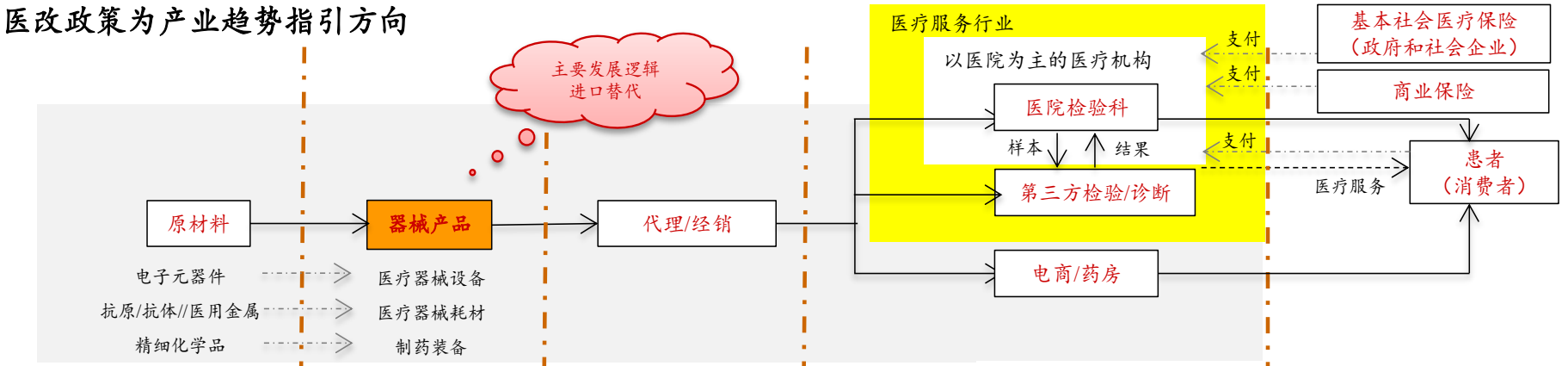
图表：上海地区二级以上医院国产设备市占率



资料来源：上海市医疗设备器械质控中心，太平洋证券研究院整理

医保控费+内循环+补短板，进口替代为发展长逻辑

图表：医改政策搅动产业现状，推动国产企业崛起



影响因素	——供给：实现部分自产，但仍有部分关键原料研发生产难度大、依赖进口 ——需求：为保证产品质量，需求较为稳定、不轻易更换供应商	——供给：技术含量较高的领域仍由外资品牌占据 ——需求：分级诊疗刺激基层医疗机构市场，政策支持国产设备	器械两票制持续推进，耗材集采挤掉环节水分，行业集中度有望提升	政策规定医疗机构可以委托独立设置的医学检验实验室等提供检验、诊断、影像等服务； 鼓励民营机构参与医联体等建设	医保费用的结构性调整仍将伴随设备、耗材的集中采购而持续
产业趋势	部分企业技术突破往上游延伸，实现核心部件或生物原料的研发生产，在掌握核心技术的同时、有利于在集采降价趋势下控费	渠道、品牌、技术平台、行业天花板促进产业整合升级；高端产品向三级医院替代进口、成熟产品向基层渗透	面临集中度提升的趋势，盈利能力有望处于动态平衡	医保控费下，医疗机构倾向于将规模效应不明显的项目外包、或参与医联体建设，民营机构迎来机会。 药店主要承接家用医疗器械，随着互联网普及，有望通过线上平台扩大业务范围	费用合理化： 医疗服务占比提升
代表企业	安图生物（生物材料） 开立医疗（探头）	迈瑞医疗（医疗设备） 鱼跃医疗（家用器械）	润达医疗、瑞康医药	金域医学（第三方医学实验室） 万东医疗（第三方影像中心）	

资料来源：太平洋证券研究院整理

- 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。

医保控费+内循环+补短板，进口替代为发展长逻辑

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

- 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。

图表：政策文件密集出台，推动医疗器械企业提高创新和研发能力，提升国产化率

时间	机构	文件	内容
2014.2	药监局	《创新医疗器械特别审批程序（试行）》	对产品主要工作原理/作用机理为国内首创、产品性能或者安全性与同类产品比较有根本性改进、技术上处于国际领先水平、并且具有显著的临床应用价值的医疗器械**优先进行审评审批**。
2015.5	国务院	《中国制造2025》	提高医疗器械的创新能力和产业化水平，重点发展影像设备、医用机器人等高性能诊疗设备，全降解血管支架等高值医用耗材，可穿戴、远程诊疗等移动医疗产品。
2015.10	工信部	《中国制造2025》重点领域技术路线图	提出医疗器械产业发展目标：2020年、2025年2030年的年产业规模分别达6000亿、1.2万亿和3万亿，**县级医院国产中高端医疗器械占有率分别达50%、70%和95%**。重点发展产品包括医学影像设备、临床检验设备、先进治疗设备等。
2016.7	发改委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见》	加快医疗器械转型升级，研制核医学影像设备PET—CT及PET—MRI、多排螺旋CT、彩色超声诊断等高性能诊疗设备。推动全自动生化分析仪、化学发光免疫分析仪、五分类血细胞分析仪等体外诊断设备和配套试剂产业化。
2017.11	药监局	接受医疗器械境外临床试验数据技术指导原则（征求意见稿）	为申请人通过医疗器械境外临床试验数据申报注册以及监管部门对该类临床试验数据的审评提供技术指导，避免或减少重复性临床试验，**加快医疗器械在我国上市进程**。
2017.11	发改委	增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）	加快高端医疗器械产业化及应用，重点支持PET-MRI、超声、内窥镜等创新医疗器械产业化。支持具备一定基础的PET-CT、CT、MRI等高性能影像设备，化学发光免疫分析仪等体外诊断产品，高精度即时检验系统（POCT）等产品升级换代和质量性能提升。
2018.5	科技部	《“十三五”生物技术创新专项规划》	支持生物医学工程与医疗器械发展。突破一批高端大型医疗器械与仪器设备核心零部件开发技术，健全产品评估体系及能力支撑平台，加快发展医学影像设备、医用机器人、新型植入装置、新型生物医用材料、体外诊断技术与产品、可穿戴设备等产品。
2019.8	国家药监局	《关于扩大医疗器械注册人制度试点工作的通知》	加快推进医疗器械产业创新发展，在前期上海、广东、天津自贸区开展医疗器械注册人制度试点工作的基础上，进一步扩大医疗器械注册人制度试点，为全面实施医疗器械注册人制度进一步积累经验。
2020.1	财政部	《关于调整重大技术装备进口税收政策有关目录的通知》	涉及生产数字化医疗影像设备、生物工程和理疗生产专用设备三种设备需要相关进口零部件的医疗器械企业,可以享受免征关税和进口环节增值税。
2020.5	发改委	《公共卫生防控救治能力建设方案》	全面做好公共卫生特别是重大疫情防控救治的补短板、堵漏洞、强弱项工作，加强公立医疗卫生机构建设。每省至少有一个达到生物安全三级（P3）水平的实验室，**每个地级市至少有一个达到生物安全二级（P2）水平的实验室**。

资料来源：药监局，国务院，工信部，发改委，太平洋证券研究院整理

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。

图表：国家组织冠脉支架集中带量采购的企业报价梳理

企业	商品名	产品名称	注册证号	首年意向采购量（个）	单品意向采购量占比	申报价格	企业单品意向采购量占比合计	拟中选产品意向采购量占比合计
微创医疗	Firebird2	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	国械注准20163462305	247940	23.07%	590	36.50%	24.20%
	Firehawk	冠脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	国械注准20143132100	128631	11.97%	7000		
	Firekingfisher	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	国械注准20203130662	12176	1.13%	750		
	FireCondor	冠脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	国械注准20193130304	3479	0.32%	980		
Boston Scientific Corporation	Promus PREMIER	镍铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注准20153130608	59842	5.57%	776	11.22%	8.57%
	Promus Element plus	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注准20173466661	32251	3.00%	776		
	Synergy	镍铬合金可降解涂层依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注准20173461421	22336	2.08%	2588		
	Promus Primier	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注准20153462405	3815	0.35%	2688		
	Promus Element	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注准20153463173	2192	0.20%	2688		
	Synerge Monorail	镍铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注准20153465008	190	0.02%	2788		
乐普（北京）医疗器械股份有限公司	GuReater	钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	国械注准20173460564	120560	11.22%	645	11.22%	11.22%
Abbott Vascular	Xience Xpedition	药物洗脱冠脉支架系统	国械注准20173466565	57133	5.32%	1568	10.14%	0
	Xience Prime	药物洗脱冠脉支架系统	国械注准20173466908	32149	2.99%	1569		
	XIENCE V	药物洗脱冠脉支架系统	国械注准20173461507	12158	1.13%	2799		
	XIENCE Alpine	镍铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	国械注准20163462140	4623	0.43%	4500		
	Exerolimus Eluting	药物洗脱冠脉支架系统	国械注准20193130202	2051	0.19%	4500		
	XIENCE Sierra	镍铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	国械注准20193130313	830	0.08%	6988		
Medtronic Inc.	Endeavor Resolute	药物洗脱冠脉支架系统	国械注准20173466117	52472	4.88%	2680	9.86%	4.81%
	Resolute Integrity	药物洗脱冠脉支架系统	国械注准20163460682	51667	4.81%	648		
	Endeavor Sprint	药物洗脱冠脉支架系统	国械注准20183461753	1816	0.17%	2680		
山东吉威医疗制品有限公司	Excrossal	药物涂层支架系统（雷帕霉素）	国械注准20173461407	100690	9.37%	469	9.37%	9.37%
深圳市金瑞凯利生物科技有限公司	Helios	药物支架系统	国械注准20163461174	53441	4.97%	755	4.97%	4.97%
易生科技（北京）有限公司	Tivoli	药物洗脱冠脉支架系统	国械注准20193131802	41865	3.90%	549	3.90%	3.90%
苏州恒晨医疗科技有限公司	AlphaStent	药物洗脱冠状动脉支架系统	国械注准20153130718	20070	1.87%	920	1.87%	0.00%
万瑞飞鸿（北京）医疗器械有限公司	NOYA	冠状动脉镍铬合金可降解涂层雷帕霉素药物洗脱支架系统	国械注准20163460595	9774	0.91%	798	0.91%	0.91%
Biotronik AG	Orsiro	西罗莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注准20193130494	563	0.05%	1848	0.05%	0
Micell Technologies Ireland Limited	MiStent	可吸收聚合物涂层雷帕霉素洗脱冠状动脉支架系统	国械注准20203030364	8	0.00%	-	0.00%	0
合计				**1074722**				**32.06**

资料来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室，太平洋证券研究院整理（注：以上企业报价为网传价格，正式结果请以官方公布为准）

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。

图表：国家组织高值耗材集中采购进程

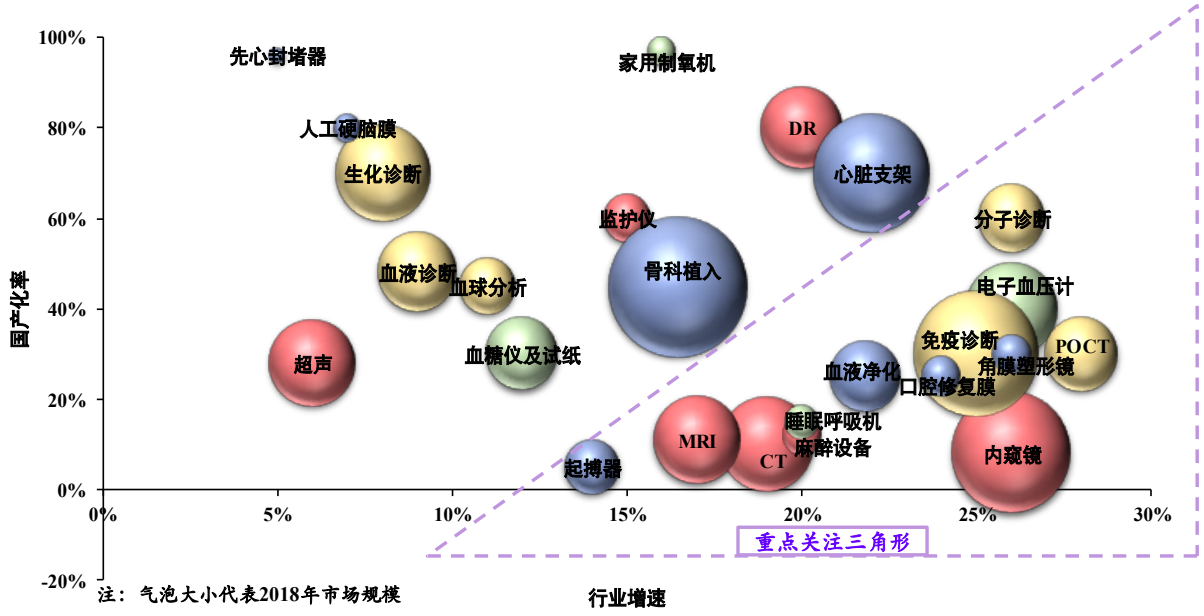
时间	机构	文件	内容
2019.7	国务院办公厅	《治理高值医用耗材改革方案》	将单价和资源消耗占比相对较高的高值医用耗材作为重点治理对象，逐步统一全国医保高值医用耗材分类与编码，建立价格信息共享和联动机制。 对于临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购，鼓励医疗机构联合开展带量谈判采购，积极探索跨省联盟采购。
2019.12	国家医疗保障局	《关于公示医保医用耗材分类与代码数据库第一批医用耗材信息的通知》	将单价和资源消耗占比相对较高的高值医用耗材作为重点治理对象，逐步统一全国医保高值医用耗材分类与编码。
2020.7	国家医疗保障局医药价格和招标采购指导中心	《国家组织冠脉支架集中带量采购方案（征求意见稿）》	国家组织全国各省份形成联盟，2019年冠脉支架使用量超过1000个的公立医疗机构、军队医疗机构均应参加本次集采（已自行开展冠脉支架带量采购或无符合条件的医疗机构的省份除外）。 参与联盟采购的医疗机构根据2019年采购量申报总采购基数和各产品采购基数（不含不锈钢支架数量），按总采购基数的80%确定约定采购量，且每个中选产品的采购量不低于各医疗机构申报的该产品采购基数的80%，由价格较低、降价幅度较大、符合质量要求的产品中选。采购周期为2年。
2020.10	国家组织高值医用耗材联合采购办公室	《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》	集中带量采购品种范围为冠状动脉药物洗脱支架系统，材质为钴铬合金或铂铬合金，载药种类为雷帕霉素及其衍生物。意向采购量按联盟地区医疗机构报送的采购总需求确定，其中，首年意向采购总量为1074722个，由联盟地区各医疗机构报送采购总需求的80%累加得出。
2020.11	国家组织高值医用耗材联合采购办公室	《国家组织冠脉支架集中带量采购拟中选结果》	公布国家组织冠脉支架集中带量采购拟中选结果。

资料来源：国务院，医疗保障局，国家组织高值医用耗材联合采购办公室，太平洋证券研究院整理

体外诊断板块：空间大、增速高，精选优质个股

- 参考“增速+空间”原则初步筛选、综合考虑，我们认为免疫诊断、分子诊断、POCT等位于“重点关注三角形”区域的细分领域，处于高速发展期、进口替代空间大，需重点关注。
- 我们持续重点推荐检测板块：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。

图表：重点关注增速高、空间大（国产化率低）的细分领域



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表：IVD板块值得关注个股及原因

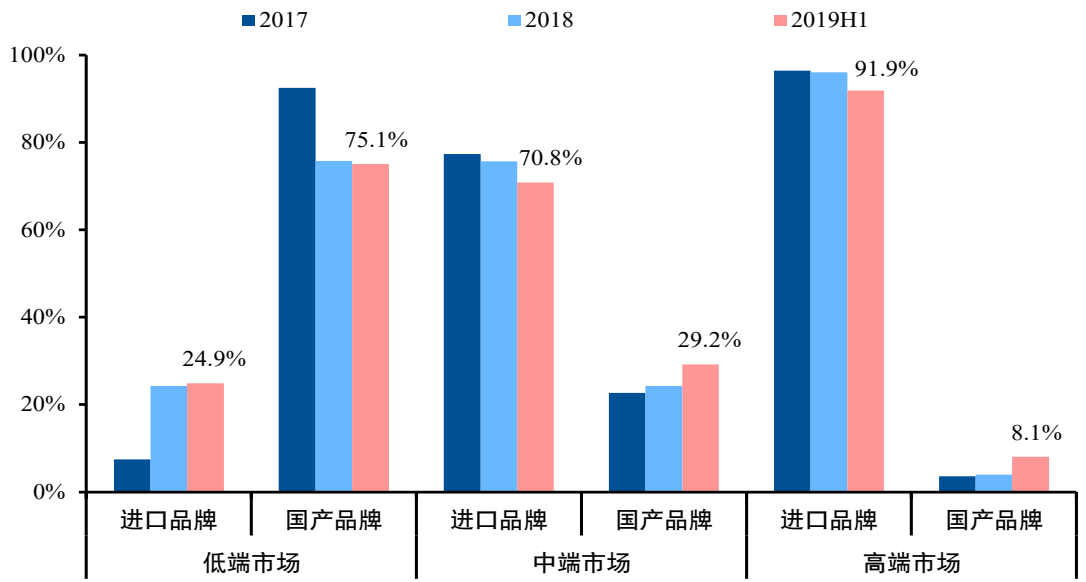
细分领域	个股	推荐理由
免疫诊断	迈瑞医疗	体外诊断领域耕耘已久、布局全面，近几年大力发展化学发光产品，产品收入实现高增长
	安图生物	化学发光领域的地位举足轻重，同时开辟流水线、微生物质谱新领域，持续高增长可期
	新产业	高速机X8在各项性能均有较大提升，传染病领域的常规项目补齐，仪器单产将实现较大提升
分子诊断	凯普生物	深耕HPV领域、妇幼领域系列产品值得期待
	艾德生物	伴随诊断技术优势突出，有望不断技术创新
	华大基因	测序产品前景广阔，有望不断技术创新
	万孚生物	受益“基层+临床+胸痛中心”需求放量，增速维持较高水平

资料来源：太平洋证券研究院整理

影像设备板块：中高端彩超市场国产空间较大

- 根据医招采对全国医疗机构公开中标信息的整理，我们发现：（1）低端市场：以国产品牌为主，进口品牌逐渐进行渠道下沉；（2）中端市场：仍由进口品牌主导，国产增长明显；（3）高端市场：进口品牌基本垄断，国产替代进口仍任重而道远。
- 中高端推车在整体推车式超声市场的份额占比高达87.7%，因此中高端市场具备较大的进口替代空间，是机遇，也是挑战。关键技术实现突破、核心部件实现自产、主要性能指标达标的国产企业有较大的发展潜力。
- 相关标的：迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗。

图表：国内高中低端超声市场国产化率的情况



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表：境内外主要超声厂商关于关键技术指标的比较情况

项目	关键技术产业化项目指标要求		GE 医疗	飞利浦	迈瑞医疗	开立医疗	祥生医疗
关键技术	数字化波束合成		√	√	√	√	√
	高帧频彩色血流成像		√	√	√	√	√
	小型化设计技术		√	√	√	√	√
	多模态技术	利用灰阶、彩色、频谱、弹性等多模态超声影像信息进行综合判断的技术	√	√	√	√	√
		利用超声、磁共振、CT 进行多模态成像技术	√	√	√	未知	√
	实时三维成像	传统实时三维成像技术	√	√	√	√	√
		面阵探头实时三维成像技术	√	√	研发中	研发中	研发中
	造影剂谐波成像		√	√	√	√	√
	剪切波弹性成像		√	√	√	未知	研发中
关键部件	高密度单晶材料探头		√	√	√	√	√
	二维面阵探头		√	√	研发中	研发中	研发中
主要指标	物理通道数≥128		√	√	√	√	√

资料来源：太平洋证券研究院整理

神经介入领域：壁垒高、进口替代空间大

- 老龄化率的提升，脑血管疾病潜在治疗需求旺盛，随着治疗方式的创新、居民生活水平的提高以及健康观念的提升，脑血管疾病治疗市场将迎来广阔成长空间。根据中国医疗器械蓝皮书数据，2019年我国神经介入器械市场规模为63亿，取栓例数达4万例，2015-2019年复合增长率高达30%，神经介入正迎来快速发展的时期。
- 出血类国产弹簧圈、密网支架等相对成熟，疗效和安全性与进口相当，术后随访数据也为神经介入实行进口替代提供了有利条件，缺血类国产化程度低，替代空间大，是国内企业研发重点方向。神经介入有望复制心内介入的国产替代进程。
- 神经介入器械技术难度高、研发投入大，准入壁垒高。细分赛道众多，靠单一产品空间有限，布局具备全产品线生产销售能力的平台型公司。
- 相关标的：微创医疗、赛诺医疗、康德莱、沛嘉医疗。

图表：神经介入产品进展情况

			通路类			出血类					缺血类				
			鞘类	导管类	封堵压迫	微管导丝	弹簧圈	球囊	支架	栓塞剂	微管导丝	保护伞	球囊	支架	抽吸装置
进口外企	美敦力		✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
	史赛克			✓		✓	✓		✓		✓		✓	✓	
	MicroVention		✓	✓		✓	✓	✓	✓		✓				
	波士顿科学			✓		✓					✓	✓	✓		
	强生			✓		✓	✓				✓	✓		✓	
国内企业	沛嘉医疗					✓	✓		临床		✓			临床	
	微创神通						✓		✓						
	赛诺医疗													随访	
	康德莱		✓		✓	✓					✓				
	泰杰伟业					✓	✓				✓	✓			
	维心医疗					✓	✓				✓				
	江苏尼科（健适医疗）													✓	
	心玮医疗		✓			开发		开发		开发				临床	临床
	泰尔茂		✓			临床		临床						临床	
	归创通桥						临床		临床					临床	
	南京普微森													专利	

资料来源：各公司官网，太平洋证券研究院整理

眼科器械：质量为门槛，创新和成本为茅，眼科器械迎来结构性投资机会

- **集采下，医院端及流通端的利润空间被挤压：**白内障手术是眼科器械下游的医院端及流通端的重要利润中心。2019年，爱尔眼科、何氏眼科、普瑞眼科和华厦眼科的白内障业务毛利占比分别为14%、16%、22%和23%。
- **创新价值和成本优势为茅，眼科器械迎来结构性的投资机会。**首先，介入耗材相比药品对安全性的要求更高，质量同等情况下国产发挥价格优势，开启加速替代的门槛。其次，医院端和流通端在生存压力下，或更青睐于具有价格优势的产品。此外，实行的集采方案中，格局好的人工晶状体降幅较小。综上，集采下眼科器械有望迎来结构性的投资机会。

图表：省际联盟人工晶体带量采购拟中选产品情况

序号	分组名称	上报采购量	序号	分组名称	上报采购量
1	单焦球面亲水一件非预装	52, 521	10	单焦非球面疏水一件非预装	28, 210
2	单焦球面亲水一件预装	622	11	单焦非球面疏水一件预装	8, 404
3	单焦球面疏水三件非预装	15, 083	12	双焦衍射	3, 722
4	单焦球面疏水三件预装	761	13	双焦区域折射	183
5	单焦球面疏水一件非预装	1, 213	14	三焦衍射	313
6	单焦非球面亲水一件非预装	34, 113	15	连续视程	4, 871
7	单焦非球面亲水一件预装	4, 952	16	散光单焦	3, 811
8	单焦非球面疏水三件非预装	3, 077	17	散光多焦	123
9	单焦非球面疏水三件预装	7, 004		**合计（联盟总量70%）**	**168, 987**

资料来源：《关于省际联盟公立医疗机构人工晶体跨区域联合带量采购议价结果的公示》，各省招采平台，太平洋证券研究院整理

图表：各省/省际联盟的人工晶状体联合采购情况

时间	省份	采购周期	采购量	平均降幅	最高降幅
20190730	安徽省	1. 5年	90%	-21%	/
20190920	江苏省	1年	70%	-27%	-38%
20200509	京津冀3+6	1年	60%	-54%	-85%
20200717	省际联盟	1年	70%	/	/
20200812	云南省	1年	70%	/	/

资料来源：各省招采平台，太平洋证券研究院整理

眼科器械：中长期，产品布局符合眼科诊疗需求升级方向的公司将持续受益

- 各类专科医院中，眼科医疗服务是市场化较为充分的赛道，提供高端白内障手术、全飞秒等医保免疫诊疗服务。
- 中长期来看，在民营眼科医院的蓬勃发展下，国内眼科医疗服务的未满足需求将有效释放。
- 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

图表：2020年上半年爱博医疗的专利授权情况

序号	专利名称	授权公告号	授权日	专利类型	授权国家/地区	取得方式
1	一种眼外佩戴的视力矫正镜	CN106707542B	43868	发明	中国	原始取得
2	一种角膜塑形镜	CN106291977B	43868	发明	中国	原始取得
3	一种眼内镜	CN106353892B	43868	发明	中国	原始取得
4	人工晶状体的制造方法以及利用该方法制造的人工晶状体	CN108078654B	43868	发明	中国	原始取得
5	角膜塑形镜组件	CN210038367U	43868	实用新型	中国	原始取得
6	角膜塑形镜	CN210038366U	43868	实用新型	中国	原始取得
7	角膜塑形镜	CN210090847U	43879	实用新型	中国	原始取得
8	预装式人工晶体植入装置	CN210204985U	43921	实用新型	中国	原始取得
9	用于制造人工晶体的材料	CN106729975B	43922	发明	中国	原始取得
10	一种具备应力变形纹理结构的眼内植入物	CN106466203B	43924	发明	中国	原始取得
11	用于制造角膜塑形镜的方法	CN108008544B	43963	发明	中国	原始取得
12	囊袋张力环植入器	CN210582822U	43973	实用新型	中国	原始取得
13	囊袋张力环推注器	CN305838524S	43991	外观设计	中国	原始取得

资料来源：《爱博医疗:2020年半年度报告》，太平洋证券研究院整理

图表：2020年上半年昊海生科的在研项目情况（眼科）

序号	项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平
1	盐酸莫西沙星滴眼液	申报生产	获得产品批文	国内同等
2	盐酸莫西沙星眼用凝胶	临床前研究	获得产品批文	国内领先
3	盐酸利多卡因眼用凝胶	申报生产	获得产品批文	国内领先
4	高浓度多糖滴眼剂	临床前研究	获得产品批文	国内同等
5	角膜塑形镜	临床试验	获得产品批文	国内领先
6	房水通透型有晶体眼后房人工晶状体	临床前研究	获得产品批文	国内领先
7	具有蓝光吸收功能的角膜接触镜片材料	临床前研究	获得产品批文	国际领先
8	先进的仿生水凝胶材料	临床前研究	获得产品批文	国际领先
9	具有抗菌功能的角膜接触镜材料和人工晶状体材料	临床前研究	获得产品批文	国际领先
10	疏水模注非球面人工晶状体	取得临床试验伦理批件	获得产品批文	国内领先
11	创新型预装式人工晶状体	注册申报	获得产品批文	国际领先
12	非球面散光矫正型人工晶状体	临床前研究	获得产品批文	国际领先
13	非球面多焦点人工晶状体	临床前研究	获得产品批文	国际领先
14	贝美前列素滴眼液	临床前研究	获得产品批文	国内同等
15	眼内填充用生物凝胶	临床试验	获得产品批文	国际领先
16	新型人工玻璃体的产品开发	临床前研究	获得产品批文	国际领先

资料来源：《昊海生科:2020年半年度报告》，太平洋证券研究院整理

创新器械进入黄金发展期

- 医疗器械精选赛道，建议重视体外诊断、新血管、眼科等市场容量大的的细分领域，重点关注国产替代、创新升级两大行业逻辑。
- 国产替代将是长时间的主旋律，技术突破将为国内企业发展带来长期发展空间。

- 体外诊断：迈瑞医疗、安图生物、凯普生物
- 影像设备板块：迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗
- 神经介入：微创医疗、赛诺医疗、康德莱、沛嘉医疗
- 眼科：欧普康视，爱博医疗

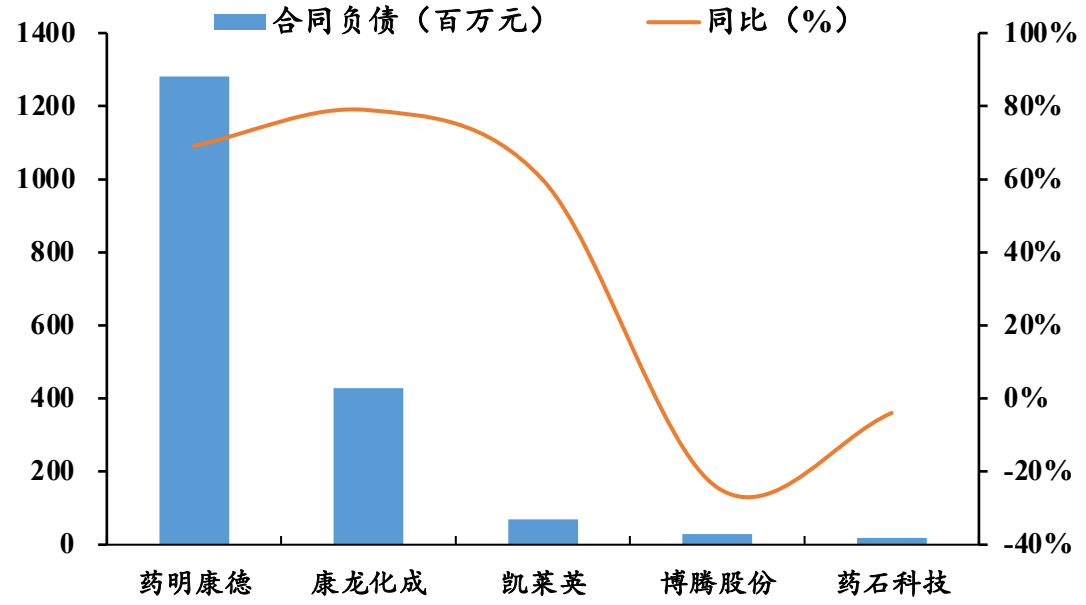
5、 CXO：

- 新冠外包合作促进信任升级，短中期CDMO产业转移有望提速
- 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
- 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

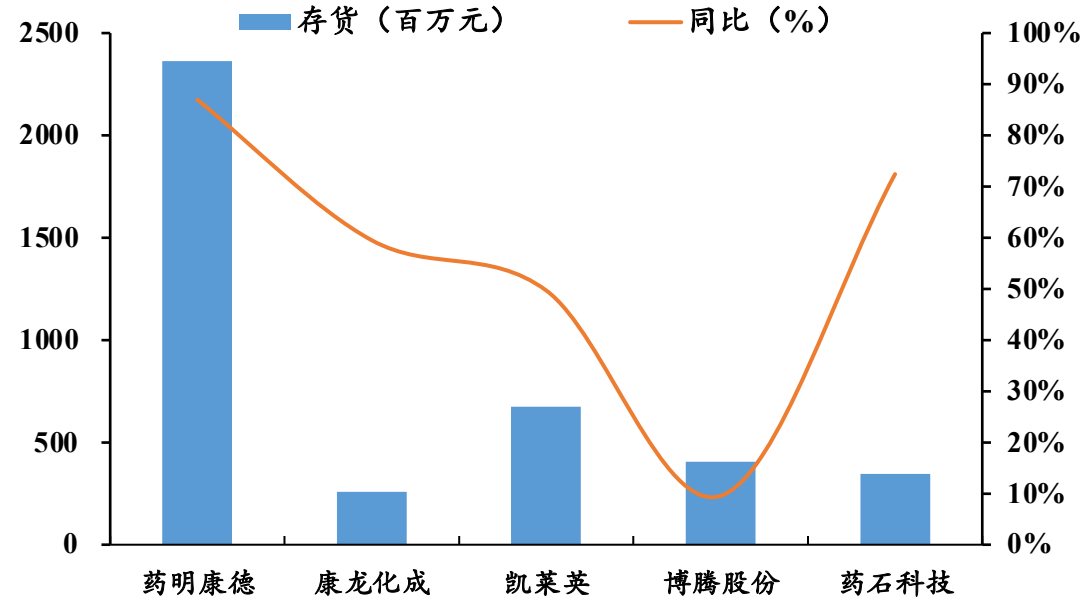
- **新冠外包合作促进信任升级：**不同于药物发现CRO，我国CDMO尚处于产业转移的初期，以新冠药物研发外包为契机，国内CDMO服务商与欧美药企的信任升级，后续相关企业凭借优势CMC技术和高效服务能力，其在欧美药企pipeline的渗透率有望持续提升。
- **短中期，CDMO产业转移有望提速：**新增订单方面，合同负债可以反应CXO公司新项目启动时收取的预收款项，存货可以反应在手客户订单的增加。2020年前三季度，药明康德和凯莱英的合同负债分别同比增加69%和60%，侧面反应了疫情下CDMO服务商订单拓展情况优异。

图表：2020年前三季度部分CXO公司合同负债情况



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：2020年前三季度部分CXO公司存货情况

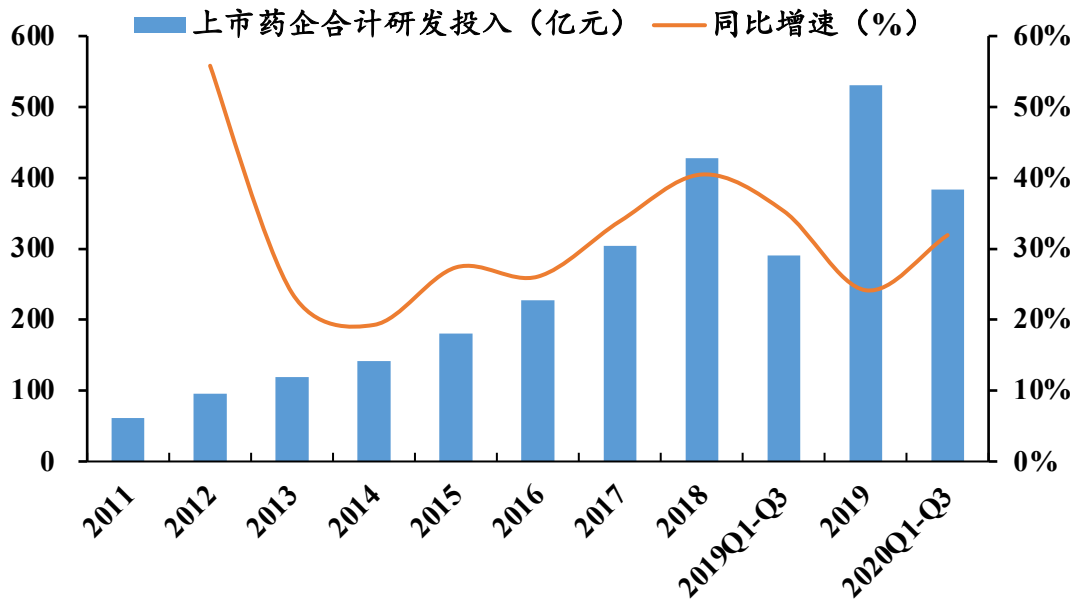


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

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

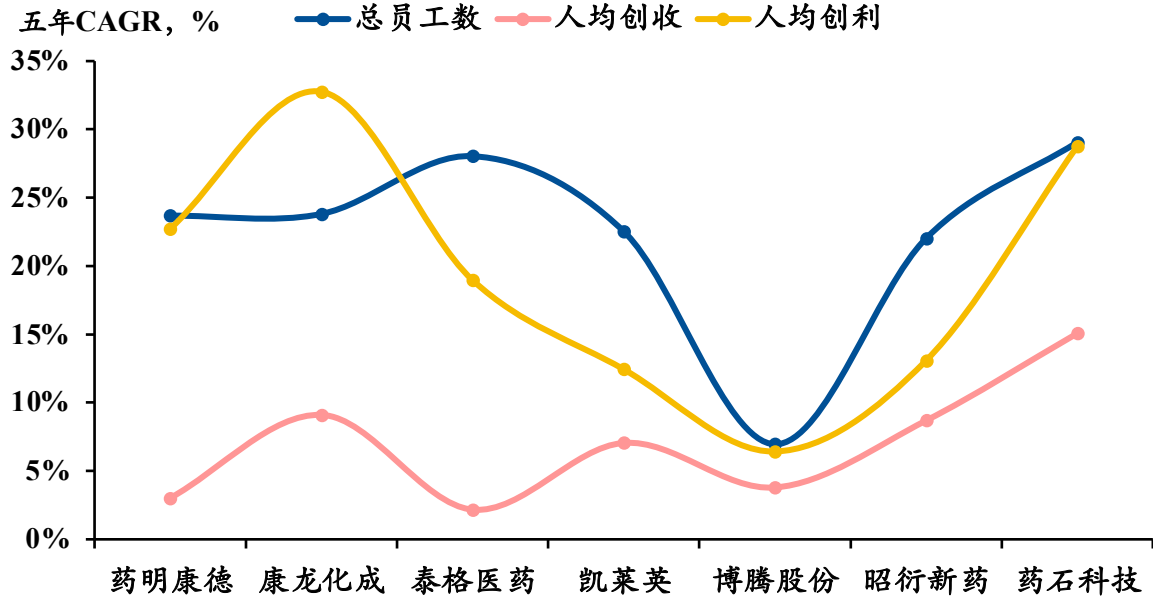
- **医保控费压力、创新药定价对药物临床价值的考核，持续创新成为国内药企的首选。**2020年前三季度，A股上市药企合计研发投入达383.54亿元，同比增长32%，显示在疫情影响及政策压力下国内规模以上药企持续加大研发投入。
- **中长期，CXO凭借溢出效应赋能，有望共享国内创新药研发红利。**国内的CXO公司是先于国内创新药企发展起来的，在服务海外创新药企的过程中逐步搭建的端到端、一体化的能力，有望助力国内药企实现新药研发的降本增效，同时通过“IP引入+CXO”、“EFS换股权”等商业模式，共享中国市场创新药需求爆发的红利。

图表：医保控费压力下A股上市药企持续加大研发投入



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：部分CXO公司人均创收、人均创利的五年CAGR（%）

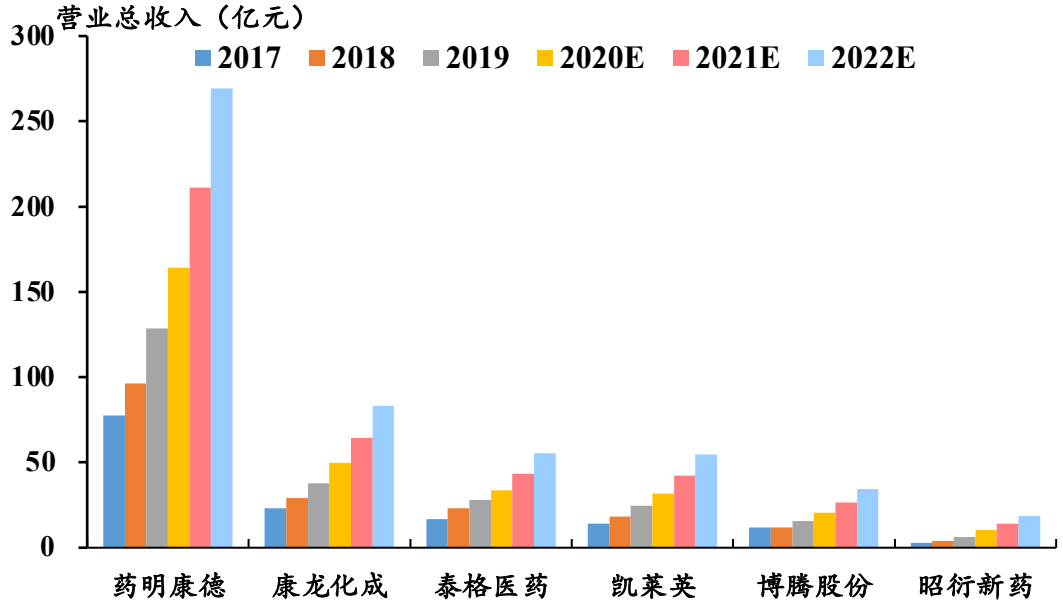


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

重点关注：产业转移加速的CDMO、商业模式升级的平台型公司

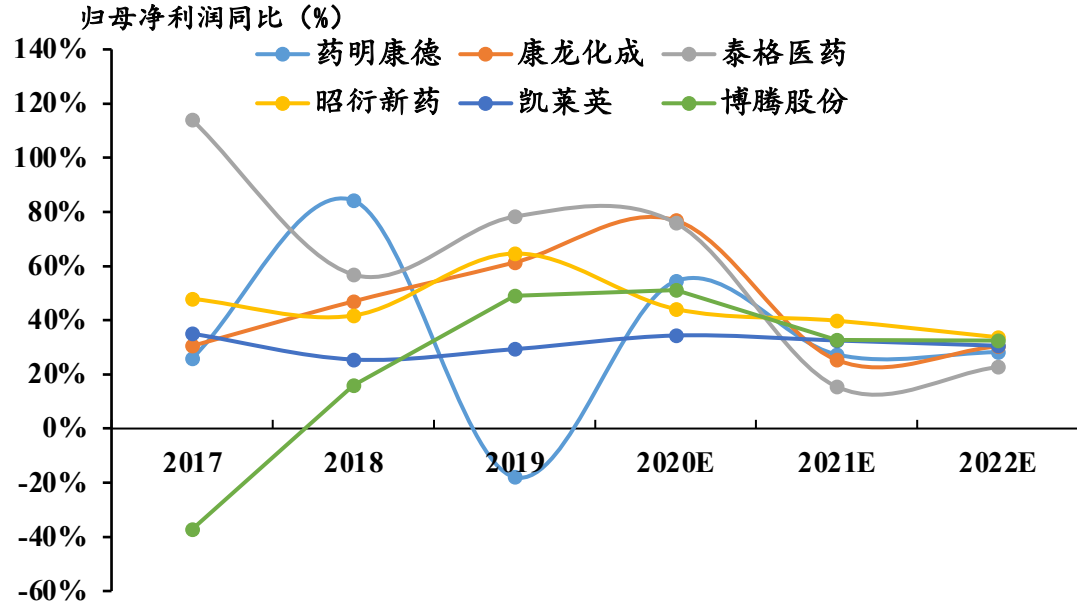
- 全球CDMO产能向中国转移叠加国内MAH制度下红利释放，将给国内CDMO企业带来快速发展良机。国内创新药浪潮叠加中国创新药红利外溢，将给CRO企业带来全球化新机遇。
- **重点关注，产业转移加速的CDMO，以及商业模式升级的平台型公司。**
- 相关标的：凯莱英、药明康德、泰格医药和康龙化成。

图表：2017-2022E重点CXO公司收入规模对比（亿元）



资料来源：Wind一致预测，太平洋证券研究院整理

图表：2017-2022E重点CXO公司归母净利润增速对比（%）



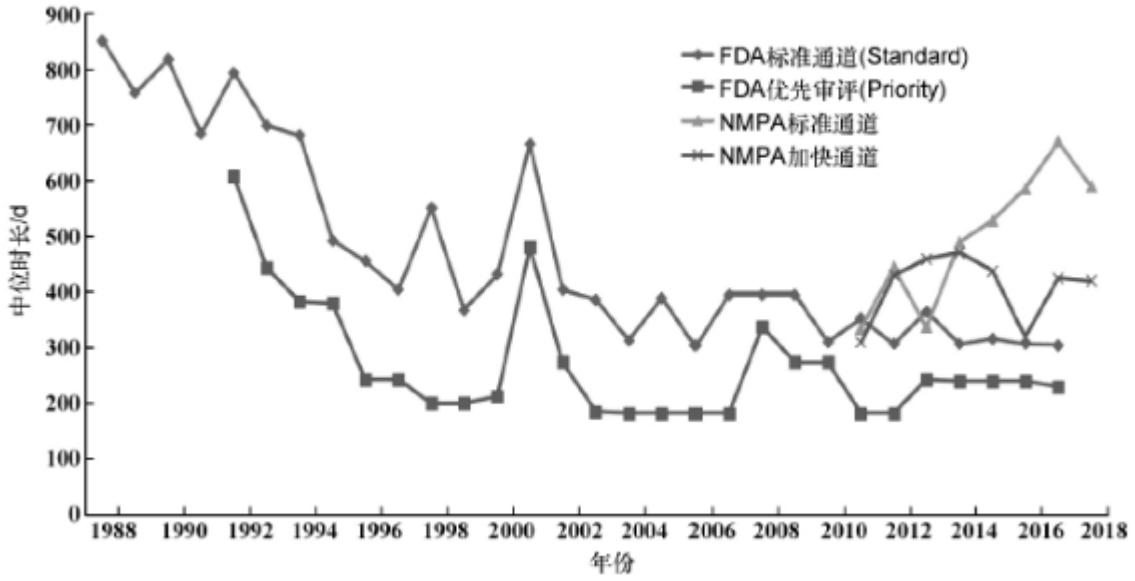
资料来源：Wind一致预测，太平洋证券研究院整理

6.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

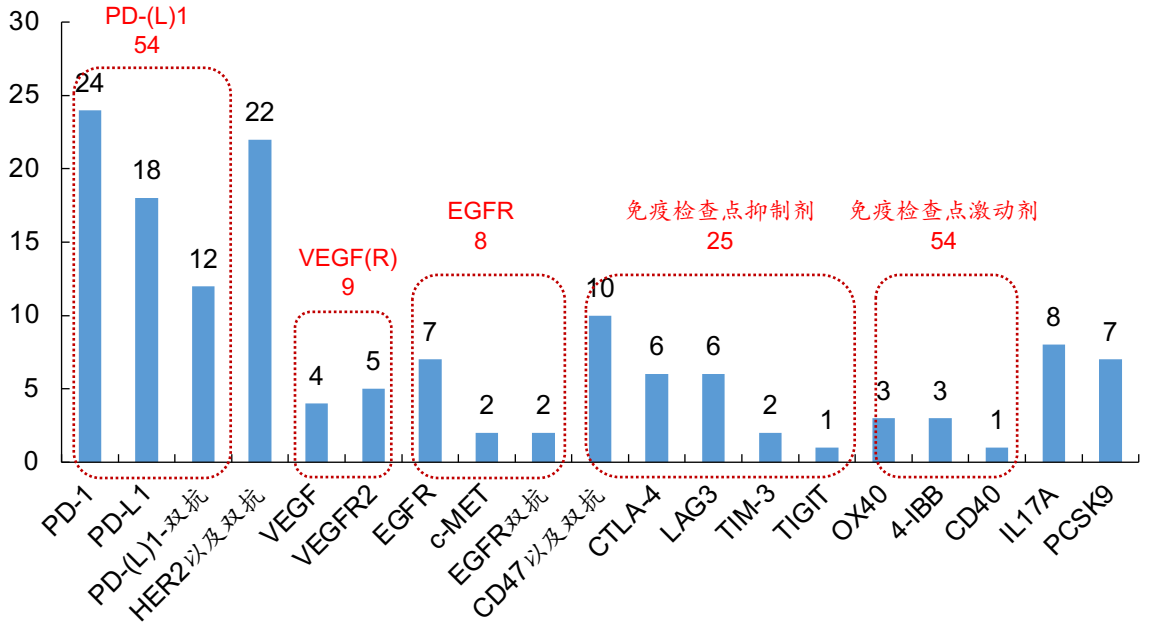
- **加快审评审批政策全覆盖理念逐步完善，为创新保驾护航：**多年药政改革，带来IND申请默许制、认可境外临床试验数据、出台多种药物临床直到方案、NDA的特殊审评、优先审评、有条件批准以及近期的突破性疗法认定，四大路径对加速新药上市的效果明显。
- 政策环境宽松，企业研发意愿强烈，热门靶点扎堆，给企业的立项、临床方案设计和推进能力提出了极大挑战，投入研发资金回报率受到考验。**具备较强项目筛选能力和临床推进能力的企业将脱颖而出。**

图表：中美新药上市批准的中位时长情况（天）



资料来源：CDE，太平洋证券研究院整理

图表：2013-2020年CDE受理国内抗体药物靶点概览

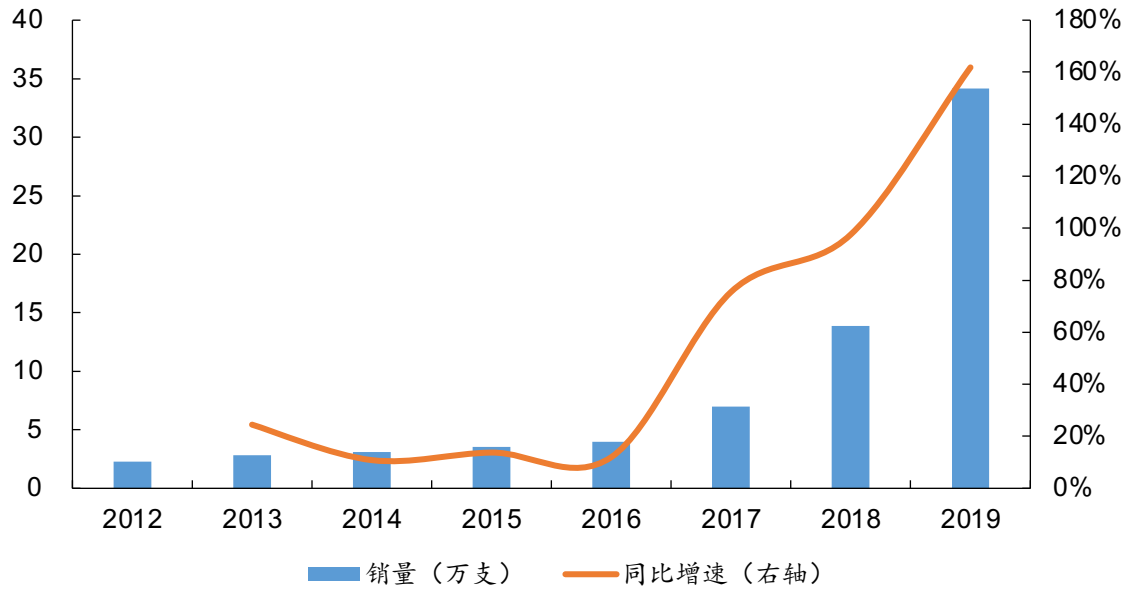


资料来源：CDE，太平洋证券研究院整理

审评端和支付端：创新药面临机遇和挑战

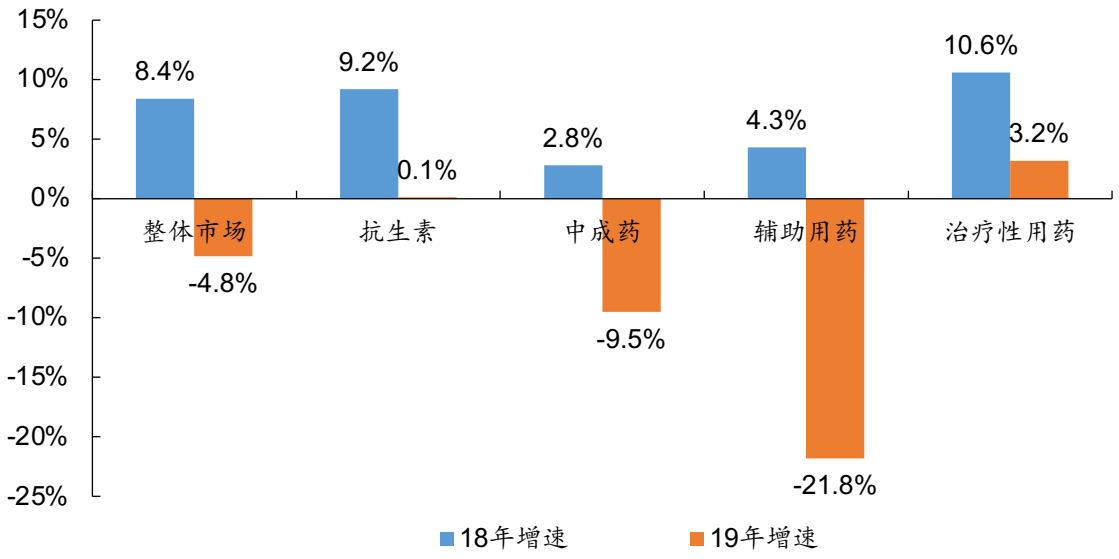
- **支付端的“腾笼换鸟”带来的挑战与机遇：1.降价**——医保谈判、带量采购，新药定价体系受到挑战，仿制药现金流支撑新药研发的模式风险增加，但真正的创新仍是稀缺资源，政策带来降价压力的同时使产品销量爬坡更加迅猛（如PD-1），创新药回报周期和迭代速度也随之加快。
- **2.控费：**重点监控、DRGs等政策试点，但结果上来看医保资金支出规模持续扩大，政府作为buyside给予企业的利润池在扩大，“腾笼换鸟”的医保支付结构调整实际利好真正具备临床价值的药物。

图表：曲妥珠单抗样本医院销量（万支）



资料来源：Wind医药库，太平洋证券研究院整理

图表：上海市不同药物市场销售额增速表现

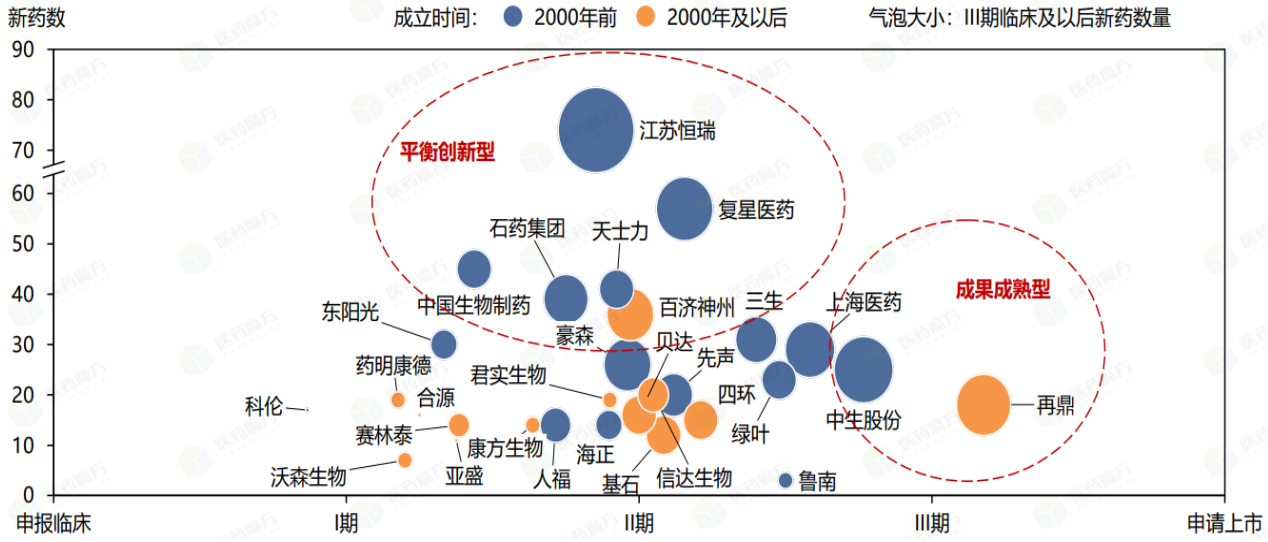


资料来源：IQVIA，太平洋证券研究院整理

创新药供给的变化：初创Biotech崛起，内资与MNC同台竞技

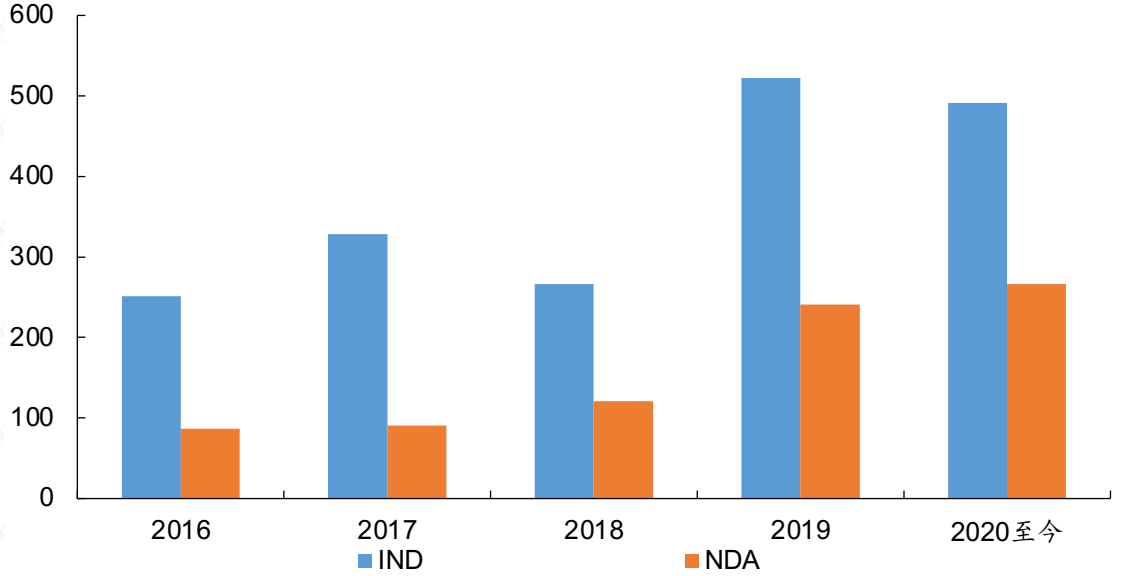
- **创新药玩家类型丰富，Biotech为产业发展注入活力：**生物医药的研发端和生产端“工程师”红利体现，促进创新政策+联交所18A+科创板，Biotech融资渠道通畅，PE/VC退出渠道丰富，参与产业孵化意愿极大提升。早期的贝达药业、近期的信达生物、君实生物，初创Biotech持续证明具备研产销一体化的可能性。
- **MNC持续加码中国市场：**已上市专利药参与医保谈判意愿加强，最新一批医保谈判结果显示原研降价参与力度加大，从第二批的奥希替尼、塞瑞替尼到第三批的阿来替尼、阿达木单抗等；MNC在研新药国内IND意愿提升，具备潜力的项目（如LOXO不限癌种拉罗替尼、安进KRAS抑制剂AMG510、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。**

图表：国产创新药参与企业



资料来源：医药魔方，太平洋证券研究院整理

图表：MNC历年申报新药IND和NDA数量

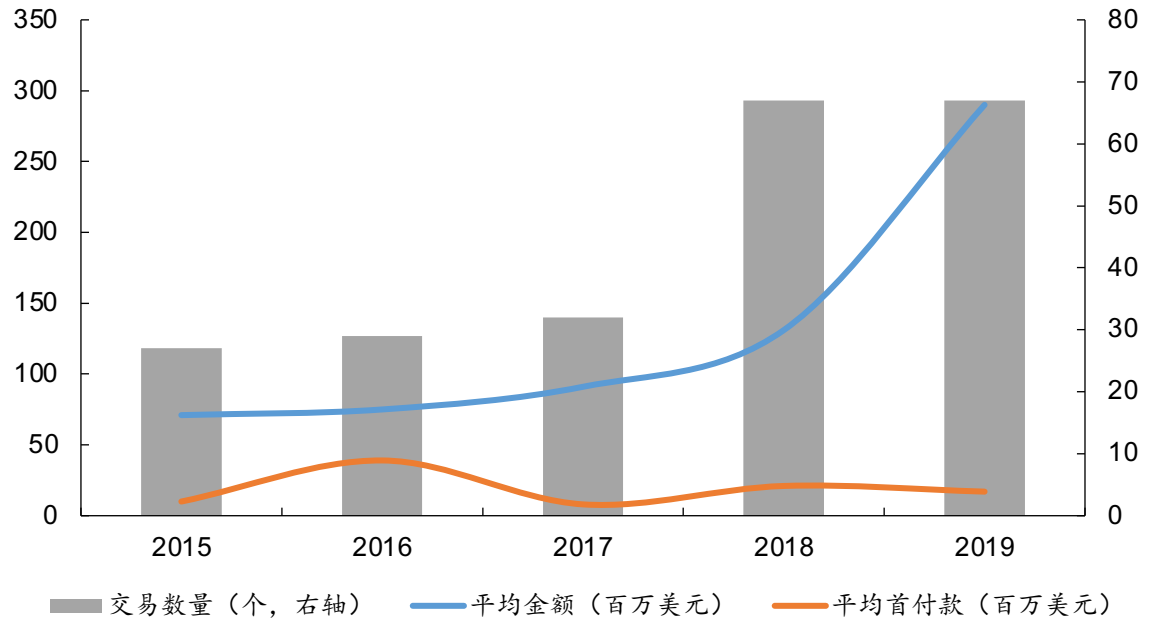


资料来源：Wind医药库，太平洋证券研究院整理

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。

图表：近五年中国license in交易情况



资料来源：医药魔方，太平洋证券研究院整理

图表：港股具备研发特色的药企

企业	特色在研项目或平台
诺诚健华	BTK抑制剂、TRK抑制剂、SHP2抑制剂
荣昌生物	ADC药物
康方生物	双抗平台
亚盛医药	Bcl-2抑制剂等调控细胞凋亡药物
康宁杰瑞	双抗平台
加科斯	SHP2抑制剂
和铂医药	FcRn抑制剂、双抗平台

资料来源：各公司公告，太平洋证券研究院整理

7.医疗服务：宽赛道、高壁垒

- 眼科：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
- 口腔科：客户转换成本高，先进入者具备先发优势
- 体检服务：国内体检覆盖率仍有较大提升空间

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）

8.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

持续看好药店板块：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。
- 推荐上市公司龙头益丰药房、大参林、老百姓、一心堂等。

3.投资策略：拥抱创新，坚守价值

- 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
- 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
- 推荐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、渗透率低的，具备长期成长品种：生长激素和脱敏药物

投资策略：拥抱创新，坚守价值

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

- **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

✓ 眼科：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

投资策略：拥抱创新，坚守价值

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

- **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：**研发投入及投融资景气持续，创新药产业链持续受益。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：**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，产业链地位提升；政策干扰相对小，业绩增长稳定；O2O带动同店增长，费用下降业绩增速提升。
  - 。

    相关标的

投资策略：拥抱创新，坚守价值

- **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。

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

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

买 出　我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

太平洋证券研究院

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）88321761/88321717

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。