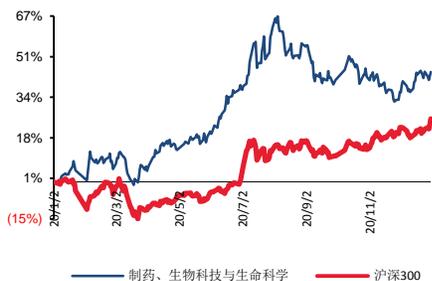


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 医药周报—拥抱创新，坚守价值，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：

《凯普生物点评报告：全年业绩高速增长，长期 ICL 特检和 STD 系列均有望加速发展》--2020/12/28

《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》--2020/12/27

《医药周报—板块温和向上，精选质地优良、增长确定性强的血制品、药店、检测和类消费生物药》--2020/12/27

#### 证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

#### 证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520090001

### 报告摘要

本周周报我们对 2020 年行情进行回顾，并讨论 2021 年医药板块的投资策略。

#### 1、全年行情回顾：创新驱动和自费属性子版块极具投资价值

2020 年三季度以来子行业估值差收敛，上半年拔估值的子版块中，生物医药和医疗服务 PE 分别为 68X 和 97X，回归十年历史估值的中枢区间；而医疗器械的 PE 仅为 43X，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。

#### 2、2021 年医药板块投资机会：政策仍是重要影响变量，结构性机会将会进一步聚焦

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。

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。

#### 3、2021 年配置思路：

(1) 坚守创新驱动带来的行业高景气度，高投资回报率板块，推荐创新疫苗、创新器械、创新药及创新药产业链板块；

(2) 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。

行情回顾：12 月份维持温和向上趋势，医疗器械和医疗服务表现优异。政策密集期过后，医药板块热度有望继续提升，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。**上周（12月28日-12月31日）生物医药板块上涨0.42%，跑输沪深300指数2.93pct，跑输创业板指数3.99pct，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表现分化，其中医疗器械和医疗服务涨幅居前，分别上涨2.12%、1.82%，医药流通则下跌1.33%。2020年初以来（1月1日-12月31日），生物医药板块上涨50.40%，跑赢沪深300指数23.19pct，在30个中信一级行业中排名第5位。四季度医药板块顺利度过政策密集期，板块内核心资产如创新药产业链、连锁服务等持续表现强势，年末整体板块震荡，其中12月份维持温和向上趋势。

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、药店板块一心堂、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、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。

##### 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

##### 3、医疗器械板块：

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

**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。**

**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、2021 年投资策略：拥抱创新，坚守价值，进一步聚焦结构性机会.....	6
二、行业观点及投资建议：政策密集期后板块热度有望继续提升，精选血制品、药店、检测 和类消费生物药标的 .....	10
三、公司研究及新闻跟踪 .....	13
（一）天坛生物深度报告：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	13
（二）凯普生物点评报告：全年业绩高增长，长期 ICL 特检和 STD 系列均有望加速发展	14
四、板块行情 .....	16
（一）本周板块行情回顾：板块持续温和向上，医疗器械和医疗服务表现优异.....	16
1、本周生物医药板块走势：持续温和向上，医疗器械和医疗服务表现优异 .....	16
2、医药板块估值处于十年历史估值中枢，溢价率稳定提升 .....	17
（二）沪港通资金持仓变化：北上资金医药持股占比企稳.....	18

## 图表目录

图表 1: 本周中信医药指数走势 .....	10
图表 2: 本周生物医药子板块涨跌幅 .....	10
图表 3: 本周中信各大子板块涨跌幅 .....	16
图表 4: 2020 年初以来中信各大子板块涨跌幅 .....	17
图表 5: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率 .....	17
图表 6: 2010 年至今医药各子行业估值变化情况 .....	18
图表 7: 北上资金陆港通持股市值情况 (亿元) .....	18
图表 8: 北上资金陆港通本周持股市值变化 (亿元) .....	18
图表 9: 南下资金港股通持股市值情况 (亿港元) .....	19
图表 10: 北上资金港股通本周持股市值变化 (亿港元) .....	19

## 一、2021年投资策略：拥抱创新，坚守价值，进一步聚焦结构性机会

本周周报我们对2020年行情进行回顾，并讨论2021年医药板块的投资策略。

### 1、行情回顾：创新驱动和自费属性子板块极具投资价值

#### (1) 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。2020年全年来看，医药板块上涨50.40%，跑赢沪深300指数23.19pct，在30个中信一级行业中排名第5位。医药板块子行业持续分化。截至2020年12月31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95.67%和72.66%，位居涨幅第一和第二。

#### (2) 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

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。截止2020年12月31日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为45.90，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193%，处于2010年以来的中部位置偏下。

#### (3) 子行业估值差收敛，创新驱动和自费属性的子板块估值消化

2020年三季度以来子行业估值差收敛，上半年拔估值的子板块中，生物医药和医疗服务PE分别为68X和97X，回归十年历史估值的中枢区间；而医疗器械的PE仅为43X，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板块估值消化，正处于极具投资价值的时点。

#### (4) 北上资金医药持仓占比持续提升，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，截至2020年12月31日，医药行业北上资金总和为2835.59亿元，北上资金医药持仓比例为23.58%。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17.34%和26.66%，而化学制药板块从65.42%下滑至32.57%。

### 2、2021年医药板块投资机会：政策仍是重要影响变量，结构性机会将会进一步聚焦

■ **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。

### 3、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，推荐创新疫苗、创新器械、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。丽珠集团和健凯科技。

**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。**

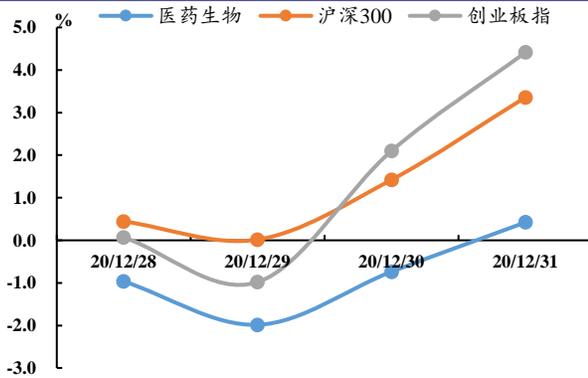
## 二、行业观点及投资建议：政策密集期后板块热度有望继续提升，精选血制品、药店、检测和类消费生物药标的

行情回顾：12月份维持温和向上趋势，医疗器械和医疗服务表现优异。政策密集期过后，医药板块热度有望继续提升，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。上周（12月28日-12月31日）生物医药板块上涨0.42%，跑输沪深300指数2.93pct，跑输创业板指数3.99pct，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表现分化，其中医疗器械和医疗服务涨幅居前，分别上涨2.12%、1.82%，医药流通则下跌1.33%。2020年初以来（1月1日-12月31日），生物医药板块上涨50.40%，跑赢沪深300指数23.19pct，在30个中信一级行业中排名第5位。四季度医药板块顺利度过政策密集期，板块内核心资产如创新药产业链、连锁服务等持续表现强势，年末整体板块震荡，其中12月份维持温和向上趋势。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、药店板块一心堂、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。

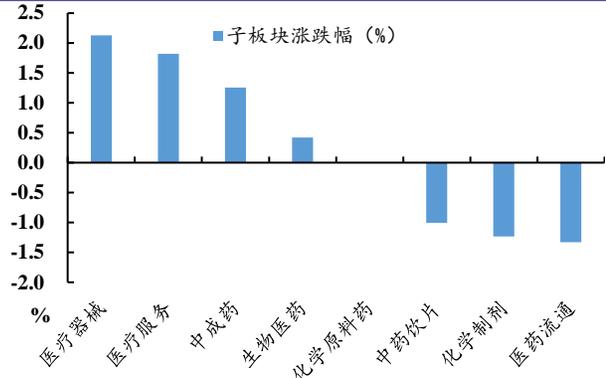
在经过2020年三季度以来医药板块持续经历震荡回调行情后，部分板块已完成前期累计涨幅的消化，进入合理估值区间；随着国内疫情影响逐步消退、年末各政策逐渐落地，本年度医药板块有望以向上行情收官。投资策略方面，在目前医药政策性降价大环境下，我们认为最优策略仍是选择顺政策或政策免疫方向，医药板块结构性机会有望进一步聚焦，建议立足于核心竞争优势和业绩基本面增长确定性，关注终端需求稳健、竞争格局良好、产品具备提价或升级潜力的相关公司。

图表 1：本周中信医药指数走势

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



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

**近期观点: 年末医药板块热度提升, 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、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。

**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

**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。

**1月推荐组合：**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) 天坛生物深度报告：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

我们一直认为，国内血制品行业是个非市场化竞争市场，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。在浆站资源获取能力上，天坛生物央企背景具备其他血制品企业难以企及的优势。天坛采浆量具备持续成长性，是我们认为天坛生物是稀缺的具有持续成长性血制品公司主要原因。

**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550吨三年合计采浆增量：成都200吨+中泰10+武汉175+上海90吨+兰州所75吨，合计 550吨浆量，2019年采浆量1706吨，预计2022年达到2260吨左右，三年复合增速10%。

中长期看采浆量：天坛生物有望在云南和甘肃地区获批大量新浆站，以及在四川（成都蓉生所在地）、湖北（武汉血制所在地）等地区也有望持续获批浆站，天坛生物浆量成长可预期，空间充足。

天坛生物通过以投资换浆站方式，有望在云南获批大量新浆站。近日，云南省发布单采血浆站设置规划（2020—2023），在全省规划新增设置20个单采血浆站，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。同样的以投资换浆站方式，在甘肃地区有望获批大量新浆站。天坛生物除了在云南和甘肃地区获批浆站外，在四川、湖北等地区也有望持续获批浆站，实现采浆量大幅增长。天坛生物浆量成长可预期，空间充足。

从长期角度来看，血制品长期发展的竞争力将由规模优势向品种优势和学术推广优势过渡。在血制品供需逐步平衡后，增长将由采浆规模转向品种和产品质量驱动。加大投入研发，建立更高的质量标准，开发更具有竞争力和高附加值新品类、小品类产品，将成为必然选择。天坛生物深谙血制品行业发展逻辑，加大血制品新品类开发和实现品种升级，接下来5年时间，在研品种逐步进入兑现期。

**产品线叠加，吨浆利润提升。**目前天坛生物吨浆利润较低，仅50万左右，新增凝血八因子+层析静丙产品线后，吨浆收入增加57-75万，我们预计天坛整体吨浆利润逐

步提升,有望达到行业吨浆利润最高水平。人凝血八因子将在2022年起开始贡献利润,层析静丙预计在2023年获批,预计对利润贡献在2024年起逐步体现。

**投资建议: 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。**

1、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以及公司未来获批新浆站的持续性, 支撑公司持续扩大规模优势和稳固龙头地位。

2、公司加大血制品新品类和实现品种升级, 构建学术推广队伍, 夯实血制品企业中长期发展的竞争力, 发展路径清晰。

3、反映到业绩的成长性, 2020-2022公司业绩增长点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2022年永安血制投产后, 产能释放以及新产品的投产(凝血八因子+层析静丙)投产后, 业绩有望大幅提升。

4、从行业的角度看, 预计21年海外进口白蛋白减少, 21年国内白蛋白供需进一步改善, 景气度持续提升, 价格有望继续往上, 有望进一步增厚业绩。

5、我们预计公司20-22年净利润6.58/8.03/11.65亿, 对应EPS 0.52/0.64/0.93元, 对应当前股价PE为81/66/46x, 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:** 产品价格波动风险, 政策风险, 安全性风险, 整合不及预期风险, 永安血制建设进度不及预期风险, 新批浆站不及预期风险, 研发进度不及预期风险, 增发不成功风险。

## (二) 凯普生物点评报告: 全年业绩高增长, 长期 ICL 特检和 STD 系列均有望加速发展

**事件:** 12月28日晚, 公司发布2020年度业绩预告: 预计公司2020年实现归母净利润3.20-3.93亿元, 同比增长117.26%-166.82%; 扣非净利润3.09-3.82亿元, 同比增长127.94%-181.88%。

按照区间中值计算, 2020年实现归母净利润3.57亿元, 同比增长142.04%; 扣非净利润3.45亿元, 同比增长154.91%。

### 今年高速增长源于新冠检测, 未来ICL特检为新亮点

公司旗下多家第三方医学检验实验室参与疫情防控, 承接核酸检测任务。基于新冠疫情的反复性以及公司医检所在全国范围内完善的网络布局, 我们预计全年实验室有望累计完成新冠检测达500万人次。

除了新冠检测业务之外，原有的第三方检测业务也受益于疫情期间客户基础的拓展而实现高速增长。未来有望增强“产品+服务”一体化的发展逻辑，促进自有产品下沉渠道的同时切入检验外包大空间。

#### 疫情影响逐步减小，核酸检测试剂收入恢复增长

随着疫情影响逐步减小，医院门诊量逐渐恢复，我们预计三、四季度HPV、地贫、耳聋等常规核酸检测试剂均已实现同比增长。

此外，由于公司参与医院PCR实验室的建设、配套销售核酸检测仪器和试剂，以及出口核酸检测的耗材，因此我们预计除了检测业务之外的其他业务也有望实现较高增长。

#### 中期关注点为STD，长期受益于PCR实验室建设

70多家三甲医院在做STD的多中心课题，有望成为STD重点放量的单位；产品进院和放量的节奏为后续主要关注点。

从长期角度来看，国家卫健委提出医院抓紧改造、形成核酸检测能力，其中PCR实验室的建设更是为凯普生物等核酸检测试剂的生产企业的长期发展铺路。

**盈利预测与投资评级：**基于公司核心业务板块分析，我们预计2020-2022营业收入分别为12.30亿/13.55亿/17.64亿，同比增速分别为69%/10%/30%；归母净利润分别为3.60亿/4.05亿/5.29亿，分别增长144%/13%/31%；EPS分别为1.69/1.91/2.49，按照2020年12月28日收盘价对应2020年21倍PE。维持“买入”评级。

**风险提示：**新品研发和上市风险，原有产品销售不及预期风险，市场竞争日趋激烈的风险，政策变化风险。

## 四、板块行情

### （一）本周板块行情回顾：板块持续温和向上，医疗器械和医疗服务表现优异

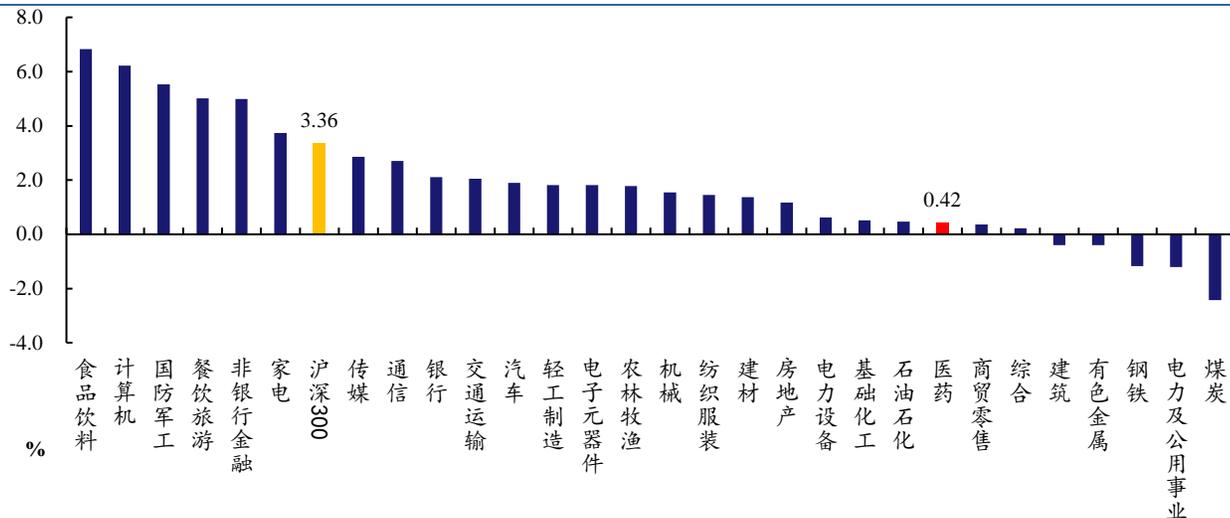
#### 1、本周生物医药板块走势：持续温和向上，医疗器械和医疗服务表现优异

2020年初以来（1月1日-12月31日），生物医药板块上涨50.40%，跑赢沪深300指数23.19pct，在30个中信一级行业中排名第5位。

本周（12月28日-12月31日），生物医药板块上涨0.42%，跑输沪深300指数2.93pct，跑输创业板指数3.99pct，在30个中信一级行业中排名中下游。本周中信医药各子板块表现分化，其中医疗器械和医疗服务涨幅居前，分别上涨2.12%、1.82%，医药流通则下跌1.33%。

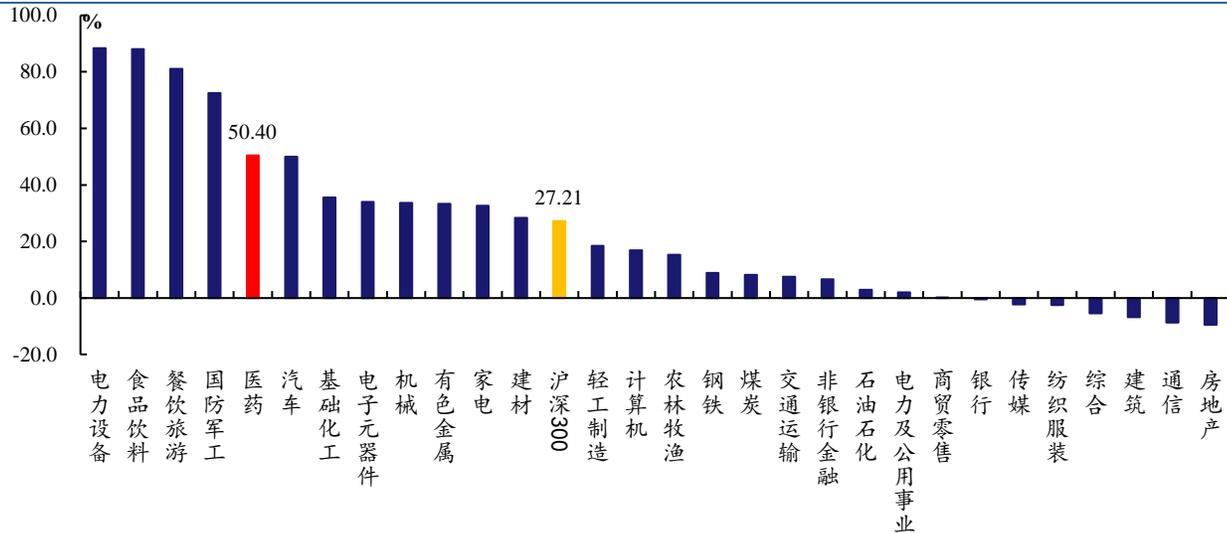
个股涨跌幅方面，本周上涨的子板块中，医疗器械主要系开立医疗（+11.66%）、伟思医疗（+9.77%）、三诺生物（+8.62%）和基蛋生物（+7.91%）；化学制剂主要系金域医学（+6.75%）、国际医学（+5.90%）。

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



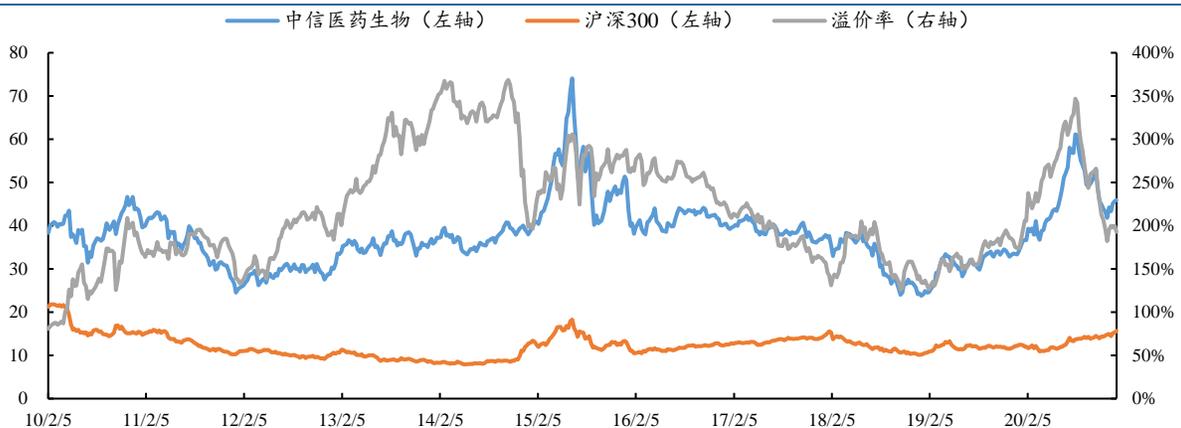
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 2、医药板块估值处于十年历史估值中枢，溢价率稳定提升

医药板块估值有所提振，相对沪深300溢价率稳定提升。截止2020年12月31日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为45.90，比上周增加0.19，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193%，环比下降了7.01个百分点，溢价率波动向上。

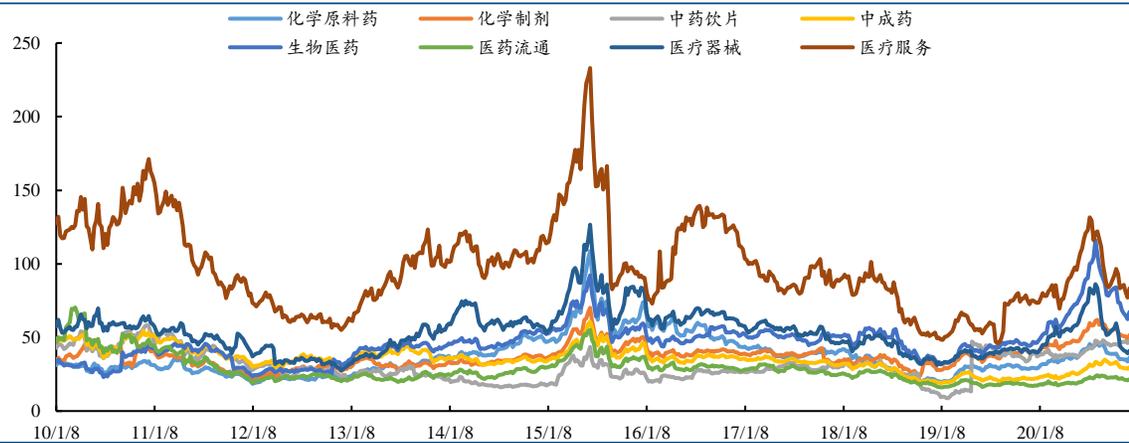
本周医药各子板块估值表现分化。子行业市盈率方面，医疗服务、生物医药和化学制剂板块居于前三位，PE分别为96.66倍、68.28倍和53.91倍，PE环比上周分别提升1.53、-0.33和-0.72。

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



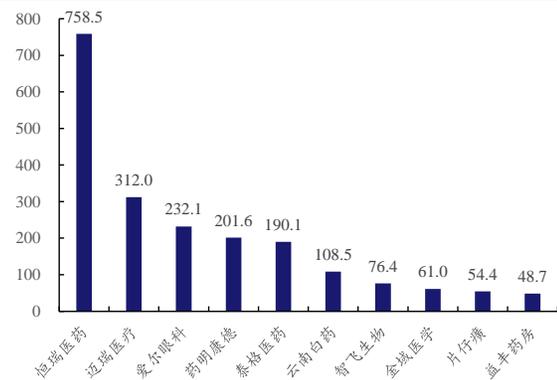
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

## (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31日, 陆港通医药行业投资2835.59亿元, 相对2020年12月24日环比增加了89.28亿元; 医药持股占陆港通总资金的23.58%, 占比稳定提升。子板块方面, 本周医疗服务(26.79%)和中药(8.40%)占比提升, 化学制药(32.85%)、生物制品(9.99%)、医疗器械(17.79%)和医药商业(4.18%)占比下降。

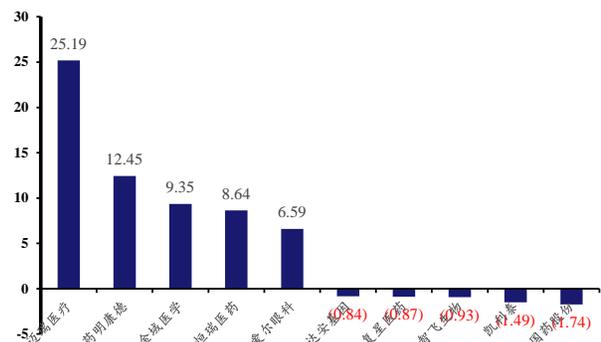
**个股方面,** A股医药股持股市值前五为恒瑞医药、迈瑞医疗、爱尔眼科、药明康德和泰格医药。净增持金额前三为迈瑞医疗、药明康德和金域医学; 净减持金额前三为国药股份、凯利泰和智飞生物。陆港通持股占自由流通股比例增加前五为益丰药房、泰格医药、恒瑞医药、云南白药和华润三九。

图表 7: 北上资金陆港通持股市值情况 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

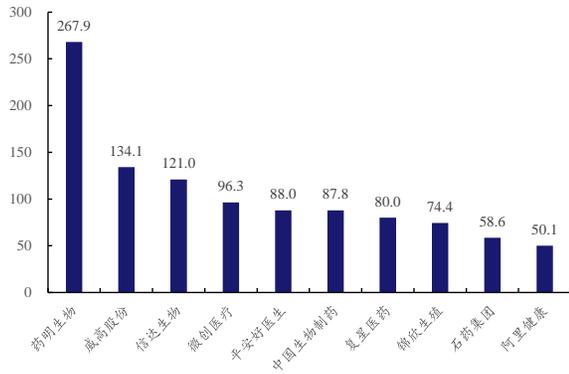
图表 8: 北上资金陆港通本周持股市值变化 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

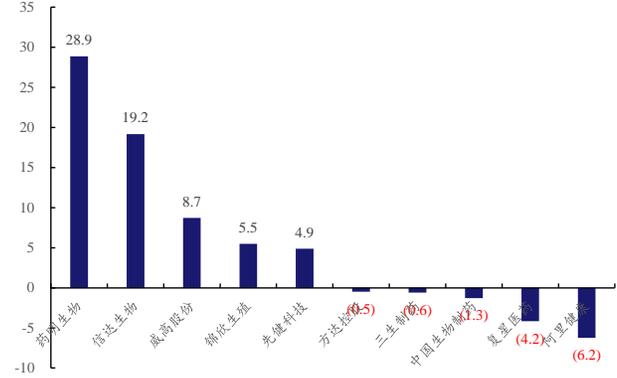
**南下资金：**H股医药股持股市值前五为药明生物、威高股份、信达生物、微创医疗和平安好医生。净增持金额前三为药明生物、信达生物和威高股份；净减持金额前三为阿里健康、复星医药和中国生物制药。

图表 9：南下资金港股通持股市值情况（亿港元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 10：北上资金港股通本周持股市值变化（亿港元）



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 20/12/31
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
300122	智飞生物	买入	1.5	2.1	2.9	3.8	100	71	51	39	147.91
600161	天坛生物	买入	0.6	0.5	0.6	0.9	86	80	65	45	41.70
603233	大参林	买入	1.3	1.5	1.9	2.3	73	51	42	34	78.35
002727	一心堂	买入	1.1	1.3	1.6	1.9	33	26	21	17	33.31
300832	新产业	买入	2.1	2.2	2.7	3.8	70	59	49	35	132.06
300760	迈瑞医疗	买入	3.9	5.4	6.5	7.8	111	79	66	54	426.00
603658	安图生物	买入	1.8	1.9	2.7	3.6	85	77	53	41	145.18
603882	金域医学	买入	0.9	2.9	2.1	2.7	146	44	60	48	128.12
300639	凯普生物	买入	0.7	1.7	1.9	2.5	60	22	20	15	37.58
000661	长春高新	买入	8.8	7.2	9.2	11.6	102	62	49	39	448.91
300357	我武生物	买入	0.6	0.6	0.8	1.1	135	126	93	71	76.70

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	zhaf1@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



## 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。