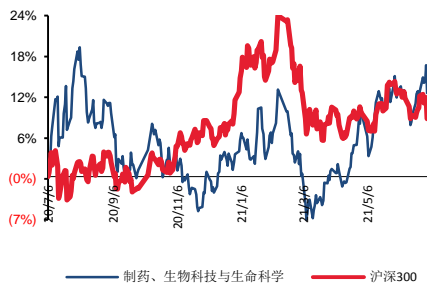


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

医药周报—2021年上半年白蛋白批签发同比下降28%，供需缺口持续扩大

■ 走势对比



■ 子行业评级

相关研究报告：

《医药周报—政策支持促进自免检测发展，技术迭代推动进口替代进程》—2021/06/27

《医药周报—关注国产色谱填料领军企业纳微科技》—2021/06/20

《亚辉龙深度报告：另辟蹊径专注自免领域，异军突起化身发光新锐》—2021/06/20

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

报告摘要

本周周报我们对继续对血制品进行跟踪梳理。包括海内外血制品采浆情况、市场销售情况和价格情况。

1、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。基于以下判断。

1) 海外21年采浆恢复，但预计不及之前预期。2020年海外采浆量预计同比下降15%+。2020年CSL采浆量同比下降10%以上，基立福公开会议资料显示2020年采浆量同比下降15%，根据草根调研情况，预计奥克特砒码同比下降30%左右。21年海外采浆有所恢复，但预计不及之前预期。例如之前基立福公开称21年采浆量要同比增长30%，目前不再保留此说法。

2) 海外没有白蛋白库存积压。海外疫情对美国白蛋白市场需求影响有限，截止到21年2月底，美国白蛋白滚动12个月销量同比仅上升3.1%，目前价格稳定。海外没有出现需求下滑，以及导致白蛋白库存积压情况，我们认为库存为正常水平。

3) 2020年海外采浆减少对国内进口白蛋白批签发影响至21年下半年。2020年Q2海外采浆受疫情影响最大，Q3有所恢复（CSL采浆2020年7月下降20%，8月下降10%），Q4再次受疫情影响（CSL称2020年12月份采浆量下降20%），通常来看，海外企业从采浆到进入国内市场，时间周期在6个月以上，2020年Q2采浆影响血制品供应出现到21年年初，Q4影响在2021年下半年。

4) 2020年国内采浆量同比下降10%。

5) 2021年1-6月白蛋白批签发同比下降28%，2020年采浆量下降对血制品供给已显现。从2020年9月开始，国内企业白蛋白单月批签发量开始低于滚动12个月的平均批签发量，单月批签发量持续低于滚动12个月的平均水平，一直持续到3月份，4-5月批签发有所上升，6月继续下降，2021年上半年国内企业白蛋白批签发同比下降12%。

进口批签发从 21 年 1 月起，单月批签发量开始远低于滚动 12 个月的平均批签发量，2021 年上半年进口企业白蛋白批签发同比下降 55%。

6) 21 年国内白蛋白终端需求恢复，有望保持正常增长 (5%-10%)，20 年下半年起国内血制品企业处于低库存水平，21 年批签发进一步下降，进口血制品企业 21 年初白蛋白低库存水平，21 年批签发大幅度下滑。“低库存水平+供给下降+需求恢复”，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。

继续推荐天坛生物，股价已调整较多，进入价值布局区间

行情回顾：本周医药板块整体向下，中药板块领涨。生物医药板块下跌 0.8%，跑赢沪深 300 指数 2.23pct，跑赢创业板指数 0.39pct，在 30 个中信一级行业中涨幅为中上水平。本周中信医药子板块中成药和中药饮片继续上涨，其他子板块外普跌，中成药涨幅 5.98%，中药饮片 1.91%，其中医药流通和医疗服务跌幅最大，分别为 2.72% 和 1.97%。

医药板块核心资产基本面优异、业绩增长明确，显现出较好的配置价值。短期建议关注安全边际高具备防守性配置价值的标的，推荐天坛生物、迈瑞医疗、安图生物和药明康德等。

投资建议：

医药板块核心资产基本面优异、业绩增长明确，显现出较好的配置价值。继续推荐天坛生物、迈瑞医疗、安图生物和药明康德等。

1、迈瑞医疗：全球知名度提升为海外发展铺路；疫情后国内迎发展新机遇（公立医院扩容、绩效考核改革、建设智慧医院）；PMLS、IVD、MIS 等核心产线各有亮点。

2、安图生物：IVD 平台型标杆企业，公司不局限于单个细分领域，而是成长为一家 IVD 平台型标杆企业，通过产品不断迭代实现高增长。

3、药明康德：小分子 CDMO 业务进入加速期，细胞和基因治疗 CTDMO 打开中长期天花板。

4、天坛生物：新获批 6 个浆站以及 1 个分站进一步验证了公司持续不断获批更多的浆站的能力，天坛采浆量具备持续成长性，稀缺的

具有持续成长性血制品公司，成长路径清晰，确定性高。

5、键凯科技：国内客户增长确定性高；海外客户想象空间足；mRNA疫苗 LNP 递送系统证明 PEG 修饰技术应用空间广阔。

中长期投资建议：

一、供给侧的创新是夯实竞争力、提升竞争壁垒的核心要素

创新药产业链：研发投入及投融资高景气，“卖水人”订单持续旺盛；创新医疗器械：国产医疗器械技术创新与升级迎来历史性发展机遇；创新疫苗：市场天花板高、创新意愿强，供给需求有望长期保持高景气。

二、需求端顺应消费升级大趋势，寻找高成长的好赛道

连锁医疗服务：宽赛道、高壁垒；药店：处方外流带来市场扩容，药店龙头市占率将持续提升；消费升级下的壁垒高格局好、渗透率低、具备长期成长的企业；血制品：浆站资源高壁垒，国内血制品企业具有长足成长空间。

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，扩张进度不及预期风险，医疗事故风险，境外新冠病毒疫情的不确定性，并购整合不及预期等风险。

目录

一、血制品动态跟踪以及继续推荐天坛生物：预计 2021 年 1-6 月白蛋白批签发同比下降 28%，白蛋白供需缺口处于持续扩大态势	6
二、行业观点及投资建议：短期建议关注安全边际高具备防守性配置价值的标的	8
四、板块行情	17
（一）本周板块行情回顾：板块整体向下，中药板块领涨.....	17
1、本周生物医药板块走势：整体向下，中药板块领涨。	17
2、医药板块绝对估值略有回调，溢价率处于十年历史均值附近	17
（二）沪港通资金持仓变化：中药和生物制品占比有所增加.....	18

图表目录

图表 1: 全球和我国自身免疫诊断市场规模	错误!未定义书签。
图表 2: 全国风湿免疫专科医师及学科调查情况	错误!未定义书签。
图表 3: 中国自免试剂的市场格局 (不含过敏原诊断)	错误!未定义书签。
图表 4: 国产品牌自免诊断试剂收入及增速比较	错误!未定义书签。
图表 5: 自身免疫病诊断试剂主要企业	错误!未定义书签。
图表 6: 本周中信医药指数走势	8
图表 7: 本周生物医药子板块涨跌幅	8
图表 8: 本周中信各大子板块涨跌幅	17
图表 9: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率	18
图表 10: 2010 年至今医药各子行业估值变化情况	18
图表 11: 北上资金陆港通持股市值情况 (亿元)	19
图表 12: 北上资金陆港通本周持股市值变化 (亿元)	19
图表 13: 南下资金港股通持股市值情况 (亿港元)	19
图表 14: 北上资金港股通本周持股市值变化 (亿港元)	19

一、血制品动态跟踪以及继续推荐天坛生物：预计 2021 年 1-6 月白蛋白批签发同比下降 28%，白蛋白供需缺口处于持续扩大态势

本周周报我们对继续对血制品进行跟踪梳理。包括海内外血制品采浆情况、市场销售情况和价格情况。

1、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。基于以下判断。

1) 海外21年采浆恢复，但预计不及之前预期。2020年海外采浆量预计同比下降15%+。2020年CSL采浆量同比下降10%以上，基立福公开会议资料显示2020年采浆量同比下降15%，根据草根调研情况，预计奥克特砒码同比下降30%左右。21年海外采浆有所恢复，但预计不及之前预期。例如之前基立福公开称21年采浆量要同比增长30%，目前不再保留此说法。

2) 海外没有白蛋白库存积压。海外疫情对美国白蛋白市场需求影响有限，截止到21年2月底，美国白蛋白滚动12个月销量同比仅上升3.1%，目前价格稳定。海外没有出现需求下滑，以及导致白蛋白库存积压情况，我们认为库存为正常水平。

3) 2020年海外采浆减少对国内进口白蛋白批签发影响至21年下半年。2020年Q2海外采浆受疫情影响最大，Q3有所恢复（CSL采浆2020年7月下降20%，8月下降10%），Q4再次受疫情影响（CSL称2020年12月份采浆量下降20%），通常来看，海外企业从采浆到进入国内市场，时间周期在6个月以上，2020年Q2采浆影响血制品供应出现到21年年初，Q4影响在2021年下半年。

4) 2020年国内采浆量同比下降10%。

5) 2021年1-6月白蛋白批签发同比下降28%，2020年采浆量下降对血制品供给已显现。从2020年9月开始，国内企业白蛋白单月批签发量开始低于滚动12个月的平均批签发量，单月批签发量持续低于滚动12个月的平均水平，一直持续到3月份，4-5月批签发有所上升，6月继续下降，2021年上半年国内企业白蛋白批签发同比下降12%。

进口批签发从21年1月起，单月批签发量开始远低于滚动12个月的平均批签发量，2021年上半年进口企业白蛋白批签发同比下降55%。

6) 21年国内白蛋白终端需求恢复，有望保持正常增长（5%-10%），20年下半年起国内血制品企业处于低库存水平，21年批签发进一步下降，进口血制品企业21年初

白蛋白低库存水平，21年批签发大幅度下滑。“低库存水平+供给下降+需求恢复”，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。

继续推荐天坛生物，股价已调整较多，进入价值布局区间

1) 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，将受益于价格上行。

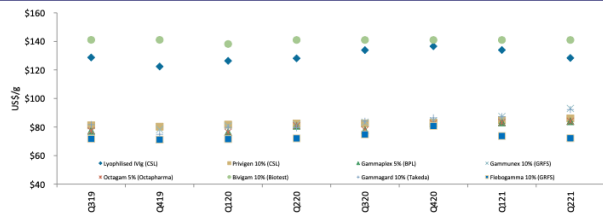
2) 中期看，成都蓉生永安项目工程顺利推进，成都蓉生本部产能将如期释放，叠加新产品线，业绩有望大幅提升。随着投浆规模进一步扩大，三大血制和贵州中泰浆量提升和产能利用率提升，吨浆利润率提升；预计2022年永安血制投产后，产能释放以及新产品的投产，业绩有望大幅提升。预计重磅品种人凝血八因子21年内能获批上市，重组凝血八因子、层析静丙、人纤维蛋白原将于2023年内获批上市。

3) 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，新获批6个浆站以及1个分站，进一步验证了公司浆源获取能力。增长确定性强，成长空间足。

风险提示：基地建设不及预期，研发不及预期，价格不及预期，安全性生产风险。

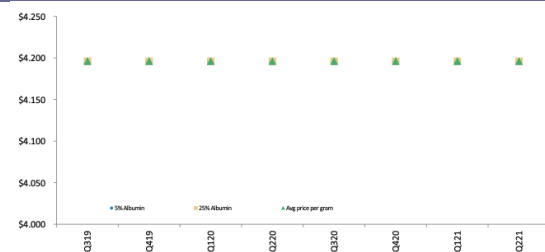
补充：血制品价格情况：目前海外白蛋白价格稳定，价格维持在4.2美元/g，静丙20年价格出现稳中有涨，21年价格有所回落。详见下图。

图表 1：静丙价格走势



资料来源：CMS

图表 2：白蛋白价格走势



资料来源：CMS，太平洋证券整理

图表 3：国内白蛋白批签发情况

【太平洋医药】2021年1-6月白蛋白批签发（更新日期7.2）

单位：万瓶（折合10g）	2019年	2020年	2020M(1-12) YOY2019M	2021M1	2021M2	2021M3	2021M4	2021M5	2021M6	2021H1	2020H1	2021H1 YOY
白蛋白合计	5387	5891	9.35%	316	228	230	577	535	423	2263	3130	-28%
国内企业汇总	2159	2044	-5.31%	155	92	125	248	191	159	925	1050	-12%
占比	40%	35%		49%	40%	54%	43%	36%	38%	41%	34%	
天坛生物合计	445	423	-4.99%	59	13	31	51	37	27	219	247	-11%
占比	8%	7%		19%	6%	14%	9%	7%	6%	10%	8%	
华兰生物合计	261	234	-10.13%	2	7	12	33	21	29	104	120	-13%
占比	5%	4%		1%	3%	5%	6%	4%	7%	5%	4%	
上海莱士合计	267	314	17.55%	28	26	14	52	19	21	160	154	4%
占比	5%	5%		9%	11%	6%	9%	4%	5%	7%	5%	
泰邦生物合计	423	303	-28.32%	6	0	8	39	42	18	113	166	-32%
占比	8%	5%		2%	0%	4%	7%	8%	4%	5%	5%	
博雅生物	83	139	67.62%	15	11	3	13	3	16	60	81	-26%
占比	2%	2%		5%	5%	1%	2%	1%	4%	3%	3%	
卫光生物	83	119	44.46%	4	6			20	16	46	56	-18%
占比	2%	2%		1%	3%			4%	4%	2%	2%	
双林生物	99	110	11.68%	5	16	3	16	3	11	53	43	23%
博晖创新	37	53	44.44%	3	6		4	6	4	23	24	-4%
远大蜀阳	164	173	5.68%	16	0	4	40	40	17	118	81	46%
其他非上市企业合计	462	175	-62.06%	21	8					29	79	-63%
进口企业合计	3229	3847	19.14%	161	136	105	329	344	264	1338	2080	-36%
占比	60%	65%		51%	60%	46%	57%	64%	62%	59%	66%	
OSL	1489	1318	-11.48%	22	11	7	148	96	65	349	779	-55%
基立福	614	822	33.86%	78	74	89	95	54	43	432	353	22%
百特	660	747	13.22%	43	50	7	58	179	67	404	494	-18%
奥克特玛玛	419	898	114.22%	3	0	0	28	10	84	125	420	-70%
绿十字	46	61	31.81%	16	1	2		5	5	28	33	-16%

数据来源：中检院及地方所
(5-6月批签发为模拟测算结果)

资料来源：中检院及地方所，太平洋研究院整理

二、行业观点及投资建议：短期建议关注安全边际高具备防守性配置价值的标的

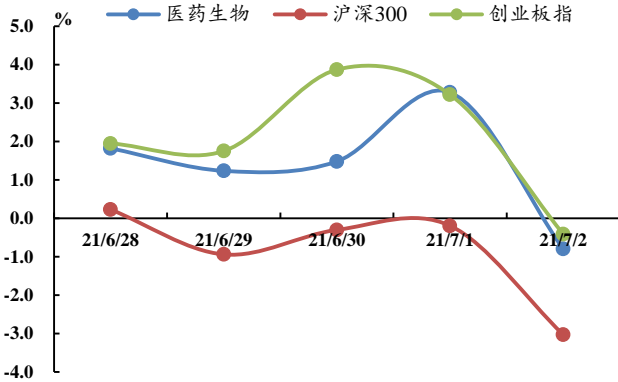
行情回顾：本周医药板块整体向下，中药板块领涨。生物医药板块下跌0.8%，跑赢沪深300指数2.23pct，跑赢创业板指数0.39pct，在30个中信一级行业中涨幅为中上水平。本周中信医药子板块中成药和中药饮片继续上涨，其他子板块外普跌，中成药涨幅5.98%，中药饮片1.91%，其中医药流通和医疗服务跌幅最大，分别为2.72%和1.97%。

医药板块核心资产基本面优异、业绩增长明确，显现出较好的配置价值。短期建议关注安全边际高具备防守性配置价值的标的，推荐天坛生物、迈瑞医疗、安图生物和药明康德等。

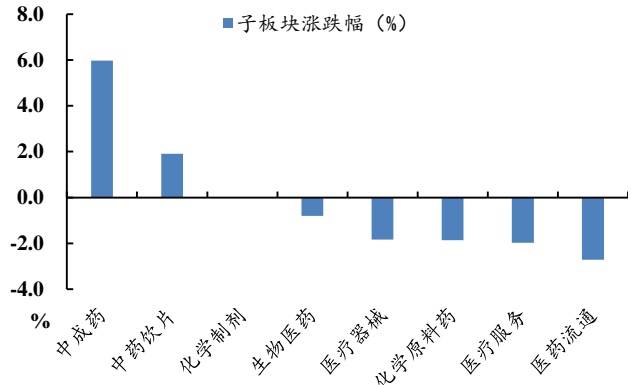
中长期，推荐创新药械、创新疫苗、创新药及创新药产业链板块，需求端顺应消费升级大趋势的连锁医疗服务（眼科、口腔科和辅助生殖），以及消费升级产品终端需求庞大，且通常远未被满足，随着群众认知度的提升和物质水平的提升，长期可保持稳健增长，估值消化确定性高，建议关注角膜塑形镜龙头企业欧普康视以及爱博医疗；国内舌下脱敏龙头我武生物。

图表 4：本周中信医药指数走势

图表 5：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

(一) 近期观点：医药板块核心资产基本面优异、业绩增长明确，部分公司显现出较好的配置价值。继续推荐天坛生物、迈瑞医疗、安图生物和药明康德等。

1、迈瑞医疗：疫情后国内海外迎新机遇，各业务亮点突出

(1) 全球知名度提升为海外发展铺路：疫情期间监护仪、呼吸机、输注泵、便携超声、移动DR、新冠IgM/IgG抗体检测试剂都发挥了巨大的作用，新突破700余家高端空白医院，在全球范围的品牌影响力和市场知名度得到了前所未有的提升，未来有望全面协同带动三大业务领域中的其他产品全面入院，加速将海外业务收入比重提升至70%的目标。

(2) 疫情后国内迎发展新机遇：① 公立医院扩容：从去年国家三部委联合发布《公共卫生防控救治能力建设方案》以来，一场以大型公立医院扩容为主导的医疗新基建已然拉开序幕。而且从当前订单情况来看，大项目、多院联合采购显著增加。得益于公司完备的产品布局和强大的产品及信息化方案，迈瑞在公立医院扩容中拥有更大的机遇。

② 公立医院绩效考核改革：当前考核体系下对于微创手术和四级手术的占比做了较高的要求。手术能力的提升不仅仅涉及外科，一台成功的手术背后是麻醉科、重症医学科、影像科、检验科等科室综合能力的体现，而迈瑞在这些科室所具备的产品成熟度和完备性都将使得公司成为助力手术室改扩建、平台学科能力提升的重要参与者。

③ 建设智慧医院：在国内医保控费和医疗机构提质增效的大环境下，如何提升医院的运营效率成为了关键，其中解决问题的核心是建设智慧医院。横跨三大产线的产

品组合、3年自主研发积累的临床经验、在发达国家市场积累的IT方案设计能力，都将使得迈瑞在国内智慧医院的建设浪潮中成为主力军。

(3) 核心产线各有亮点：① PMLS：短期来看，公卫补短板、医疗新基建，采购需求持续存在；长期来看，疫情期间通过监护仪、呼吸机等产品使得公司在全球的品牌影响力和市场知名度得到了前所未有的提升，为其他产品的海外发展铺路。

② IVD：发光免疫分析仪器在国内外快速装机，化学发光业务为近期亮点；全球收购芬兰海肽，有利于质量控制、成本优化、供应安全、以及IVD长期的全球化布局。

③ MIS：超声行业经过19年政府财政支出、20年疫情影响而增长放缓，接下来随着公司高端化、专科化产品线的不断丰富，有望实现领先于行业的高增长。

风险提示：新品研发风险，汇兑损失风险，政策风险。

2、安图生物：IVD平台型标杆企业，打造实验室整体解决方案

1) 化学发光的高增长能否持续？

我们认为化学发光成长空间充足：细分市场大（300亿）、增速快（20%），加之国产企业终端下沉（分级诊疗）和进口替代（国产市占不到20%，价格低30-50%），我们认为领先企业未来3-5年的复合增速有望达30%以上。

2) 政策对行业形成冲击？

我们认为IVD复制药品、耗材改革路径的难度系数较大：①品规复杂、标准不完善，且单个项目的规模较小；②流通商带有的服务属性，难以强行剥离；③封闭化趋势，原有装机的处理和新仪器入院模式尚待研究。

因此，部分地区以招投标挂网、阳光采购、降低收费、推行DRGs等方式控制价格，未有带量先例，短期内对上述化学发光高增长的逻辑影响不大，而且有望加速进口替代进程。

3) 公司的竞争优势？

发光收入超过12亿，稳坐国产第一梯队：①基础技术：抗原、抗体自给率77%+，降低原材料成本、促进产品性能提升节奏；②检测项目：传染病检测收入占比50%+，销售额远高于其他几家国内同行，常规项目奠定先发优势；③销售渠道：仪器装机数量逐年提升，2020年约1500+台，保有量5500+台；仪器单产超30w，明显高于其他国

内同行。

4) 公司的长期成长性?

我们认为公司不局限于单个细分领域，而是成长为一家IVD平台型标杆企业，通过产品不断迭代实现高增长：①生化：相继并购盛世君晖生化业务和百奥泰康，延伸能力边界；②流水线：推出A-1和B-1，一是带动仪器装机和提升单产，二是抢占市场先机，预计2020年两类产品新增验收均约50条；③微生物：培养基平板国内领先，并推出全自动质谱ms1000开拓高端市场，2020年装机140-150台；④分子：开发RT-PCR检测系统，并与芬兰Mobidiag合资成立JV，获得Novodiag技术的使用权。

风险提示：竞争激烈程度加剧风险，降价幅度超预期风险，研发进展不及预期风险，新型冠状病毒肺炎疫情持续影响的风险。

3、药明康德：小分子CDMO业务进入加速期，细胞和基因治疗CTDMO打开中长期天花板

(1) 中国区实验室业务：小分子药物发现业务，加强HitS等新型药筛平台搭建，成为药物发现阶段的新流量入口；安评业务，公司临床前评价所用动物资源储备充足，保障后续增长需求。中国区实验室业务的盈利增长，一方面来自于老客户渗透率提高、新客户数量增多，海外药物发现订单转移持续，另一方面来自于DDSU项目逐渐由临床推进至商业化，在里程碑外，带来有望贡献更大业绩弹性的销售分成。

(2) CDMO：得益于跟随并赢得药物分子发展策略，2020年起公司商业化订单持续兑现，产能方面，2021年下半年无锡和常州生产基地将建成，2022年泰兴工厂将提供140,000+平方米以上的大规模原料药和寡核苷酸及肽原料药的生产能力。未来三年，更多项目推进至商业化阶段+新产能拓展，CDMO业务进入加速期。

(3) 临床CRO业务：全球临床CRO服务能力初步搭建完成，临床实验机构数快速增长，订单快速交付能力持续提升，强劲的在手订单量支持未来增长。

(4) 细胞和基因治疗CTDMO：需求端，基因和细胞治疗进入产品加速上升期，FDA预测2025年每年将有10-20个相关药物获批上市。供给端，细胞和基因治疗药物的工艺开发壁垒更高，公司得益于前期项目储备充足、持续拓展CGT技术平台，全球市场占有率第四。综上，细胞和基因治疗CTDMO有望打开公司中长期天花板。

风险提示：全球创新药研发投入景气度下滑的风险，国际化拓展不及预期的风险，竞争格局恶化的风险，汇兑风险，公允价值变动的风险。

4、天坛生物：新获批6个浆站以及1个分站，进一步验证了公司浆源获取能力

天坛生物新设6个浆站（睢宁上生、临城上生、环县兰生、民乐乐生、宁县兰生、镇原兰生）以及1个分站（武汉鄖阳鄖西分浆站），区域主要位于为江苏睢宁县、河北临城、甘肃庆阳环县、甘肃张掖民乐、甘肃庆阳宁县、甘肃庆阳镇原和武汉十堰鄖阳。截止到6月初，加上以上7个浆站（含分站），公司浆站（含分站）数增加到66家。

参考天坛生物上海血制、兰州血制和武汉血制的平均采浆量，预计以上新批浆站成熟时，单浆站采浆量将能达到30吨，分浆站达到20吨，7家（含分站）合计新增200吨采浆量，预计建设周期6个月-12个月，浆站成熟周期3年。天坛生物2020年采浆量1710吨左右，新浆站获批进一步打开浆量成长空间，预计建设周期6个月-12个月，浆站成熟周期3年。

7家（含分站）的获批，进一步验证了公司持续不断获批更多的浆站的能力，天坛采浆量具备持续成长性，稀缺的具有持续成长性血制品公司。血制品企业核心竞争力在于血浆资源拓展能力。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。我们预计公司接下来将能持续不断的获批新浆站。

投资建议：持续推荐天坛生物，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。

风险提示：研发不及预期，浆站获批不及预期，安全性风险。

5、键凯科技：持续坚定看好PEG修饰技术平台的成长潜力

国内客户增长确定性高——20年公司业绩增长核心来自于国内客户贡献，展望未来，特宝生物派格宾收入分成稳定增长、金赛长效生长激素和恒瑞19K快速放量，国内利基业务仍具备强劲增长动力。此外豪森PEG洛塞那肽后续放量以及即将获批的安科生物长效生长激素也可贡献增量。

海外客户想象空间足——公司海外商业化客户前期以器械为主，随着公司自身与知名度的提升以及Nektar等企业转型，海外药物端业务也即将进入收获期。目前公司有2个处于III期临床的项目，即将进入商业化阶段；与Synthorx合作供应衍生物的重磅潜力IL-2药物处于II期。随着时间推进，公司将会有更多临床前项目逐渐步入临床阶段和NDA阶段，形成催化剂。

mRNA疫苗LNP递送系统证明PEG修饰技术应用空间广阔。在大分子抗体等蛋白质药物的长效缓释方面，PEG修饰同融合蛋白等技术存在竞争，但PEG延展性远强于融合蛋白，还可用于小分子、前药设计、多抗、ADC药物Linker以及目前热度高的mRNA递送系统，整体市场潜力目前仍只开发了冰山一角。

（二）中长期投资建议：

1、供给侧的创新是夯实竞争力、提升竞争壁垒的核心要素

与品牌壁垒极强的大消费领域不同，从长期的维度来看大多数医药制造企业所提供的产品都会面临新进入者的竞争，从而使得行业超额回报率逐渐回落，因此对于企业而言，打造差异化的产品或服务，形成长期可持续的创新能力，方能在动态的市场供需竞争之中保持活力，提升企业成长的确定性。

创新所带来的投资机会是长生命周期的。对于医保体系下的药械企业而言，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使得创新成为企业发展的唯一出路，而从发展阶段来看不管是创新药械还是创新疫苗相比海外仍处于起步阶段，企业创新能力的提升和国产化替代的趋势将形成结构性投资机会。

► 创新药：国产创新药具备政策红利、人才红利和资源红利

药审政策改革、人才归国红利和一、二级市场融资渠道使得国内创新药研发“百花齐放”，医保局相关政策及对于极高临床创新价值的产品和技术的支持和鼓励则进一步促进了国内新药研发的繁荣。首先对比海外，国内新药研发具备“后发优势”，在仿创“me-better”和新靶点POC验证的“fast-follow”上可借鉴海外经验，这也是国内新药研发管线快速积累的基础；其次在全新机制的真正创新药方面，国内拥有人才红利和临床样本多的优势，近年亦有不少优质新药研发企业进行积极探索，它们代表着国内药物研发最“高精尖”的层次。

投资策略：建议关注，1) 资金充裕、临床转化效率高和销售能力强的BigPharma——恒瑞医药（国内创新药龙头企业）、贝达药业（凭借埃克替尼成长为BioPharma，管线专注于肺癌领域）以及港股石药集团、中国生物制药和翰森制药；2) 平台延展性强、具备差异化竞争优势和国际化潜力的Biotech——百济神州、信达生物、君实生物、荣昌生物、康方生物、亚盛医药等。

► 创新药产业链：研发投入及投融资高景气，“卖水人”订单持续旺盛

创新药的研发和生产环节繁杂，单一企业贯通全产业链难度极大，高效率的平台化研发和生产机构应运而生，CRO、CDMO等企业专注于产业链中的少数环节，具备较多专业性人才和研发生产技术，成为新药研发分工合作和全球化的代表产业。

国内CXO企业具备规模优势和“工程师红利”，既可参与全球新药研发外包的竞争，也受益于国内创新药研发的快速崛起，所处赛道宽广，且多数企业具备差异化的技术平台，客户认可度高，构筑强大的竞争壁垒，中长期将维持高景气度。

投资策略：建议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：药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份和药石科技等。

► 创新医疗器械：国产医疗器械技术创新与升级迎来历史性发展机遇

基础科学技术进步、配套产业链成熟，为国产医疗器械发展提供打下根基；分级诊疗打开基层空间、鼓励社会办医开辟民营医疗机构市场，共同刺激对于医疗器械产品的需求；政策引导和支持、资本青睐和涌入等外部因素则提供了历史性发展机遇。我们认为，未来十年是国产医疗器械产品自有技术创新与升级的阶段，也是“进口替代”作为国产医疗器械发展主旋律的攻坚阶段。

投资策略：1) 创新医疗器械代表性企业——微创医疗、南微医学、惠泰医疗；2) 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、万孚生物、凯普生物、普门科技。

► 创新疫苗：市场天花板高、创新意愿强，供给需求有望长期保持高景气

创新疫苗同时具备供给端创新带来的更新换代空间和需求端的高成长性，市场天花板高、创新意愿强。近年国内优质创新疫苗企业的上市使得疫苗研发技术平台的概念深入人心，此次疫情的突发也为疫苗行业带来挑战和机遇，一方面对于新技术的重视程度大幅提升，各企业对mRNA等新型疫苗技术争相布局；另一方面疫情和日趋激

烈的市场竞争环境倒逼传统疫苗企业技术升级，国产创新疫苗的繁荣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，形成供求共振的高景气。

投资策略：建议关注智飞生物、万泰生物、康泰生物、康华生物、康希诺。

2、需求端顺应消费升级大趋势，寻找高成长的好赛道

除上述板块外，医药行业还有部分处于医保体系外、服务属性较强的企业，其购买方偏向更高端升级型消费需求，当前渗透率低，长期赛道宽广、生命周期长。此外服务型企业通常存在服务半径和口碑效应范围，市场领先者往往通过广覆盖的销售网络和精益求精的服务体系构筑强大的竞争壁垒，使得新进入者很难通过单一的产品差异化卖点切入。这类企业由于竞争格局优良，渗透率提升前景广阔，顺应消费升级大趋势，长期具备高成长性。

➤ 连锁医疗服务：宽赛道、高壁垒

在国家政策扶持和民营资本进入的背景下，连锁专科医疗服务机构切入公立医疗体系未重点覆盖的细分领域如眼科、牙科和体检，通过更精细化的服务模式和标准化、可复制性迅速提升市场份额。集团化专科连锁服务属性极强，在全国扩张的过程中对企业管理的要求也极高，先发者通常拥有更加规范的管理模式和更成熟的扩张模式，扩张后的盈利能力也更强，龙头效应显著。

投资策略：建议关注民营眼科医疗龙头爱尔眼科、牙科龙头通策医疗以及辅助生殖龙头锦欣生殖；以及受益于检验外包业务渗透率提升，特检业务及规模性壁垒奠定竞争优势的ICL龙头金域医学。

➤ 消费升级下的壁垒高格局好、渗透率低、具备长期成长的企业

部分细分领域企业可提供远优于现有方案的升级性产品，如生长激素、角膜塑形镜等并非“治病救人”的刚需医疗品种，而是更偏向于追求更加美好生活的消费升级产品。这部分终端需求庞大，且通常远未被满足，随着群众认知度的提升和物质水平的提升，长期可保持稳健增长，估值消化确定性高。此外尽管企业所提供的是产品，但其服务属性更加突出，对医师的培训、对消费者售前售后的各类问题的解决等服务

细节是形成品牌效应、建立排他性的核心，市场先发者通常具备较大优势。

投资策略：建议关注角膜塑形镜龙头企业欧普康视以及爱博医疗；国内舌下脱敏龙头我武生物；国产口腔修复膜巨头正海生物。

► **血制品：浆站资源高壁垒，国内血制品企业具有长足成长空间**

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。

投资策略：华兰生物（血制品+流感疫苗有望超预期+新冠疫苗进展）、天坛生物（获取血浆资源能力强，长期成长空间足）

三、板块行情

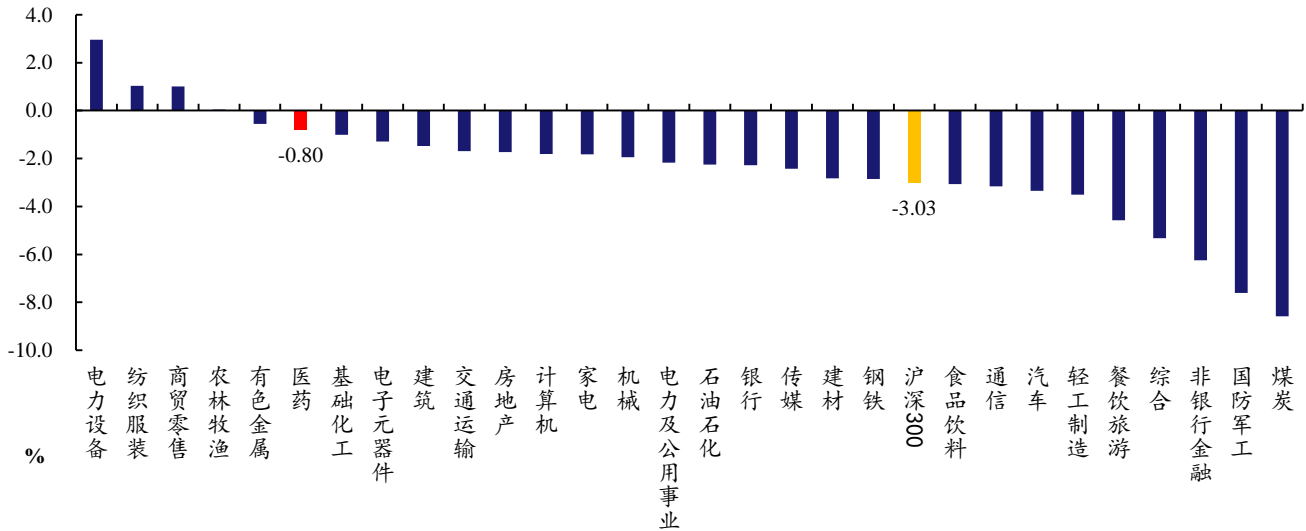
(一) 本周板块行情回顾：板块整体向下，中药板块领涨

1、本周生物医药板块走势：整体向下，中药板块领涨。

本周（6月28日-7月2日）生物医药板块下跌0.8%，跑赢沪深300指数2.23pct，跑赢创业板指数0.39pct，在30个中信一级行业中涨幅为中上水平。本周中信医药子板块中成药和中药饮片继续上涨，其他子板块外普跌，中成药涨幅5.98%，中药饮片1.91%，其中医药流通和医疗服务跌幅最大，分别为2.72%和1.97%。

个股涨跌幅方面，本周涨幅较大的子板块中，中成药主要是广誉远（+45.4%）、中恒集团（+39.2%）、江中药业（+34.8%）和九芝堂（+24.5%）。

图表 6：本周中信各大子板块涨跌幅



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

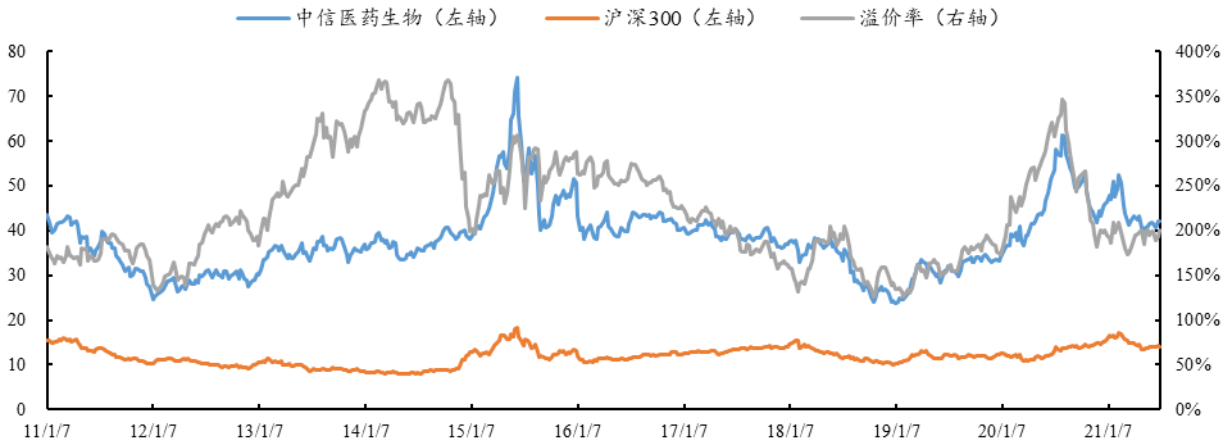
2、医药板块绝对估值略有回调，溢价率处于十年历史均值附近

医药板块绝对估值略有回调，溢价率处于十年历史均值附近。截止2021年7月2日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为42.04，比上周下降0.15。医药行业相对沪深300的估值溢价率为200.76%，环比提升了7.63个百分点。医药板块整体估值近一月表现震荡。

除中药板块以外，其他板块估值均有回落，医疗服务板块估值仍高企。子行业市

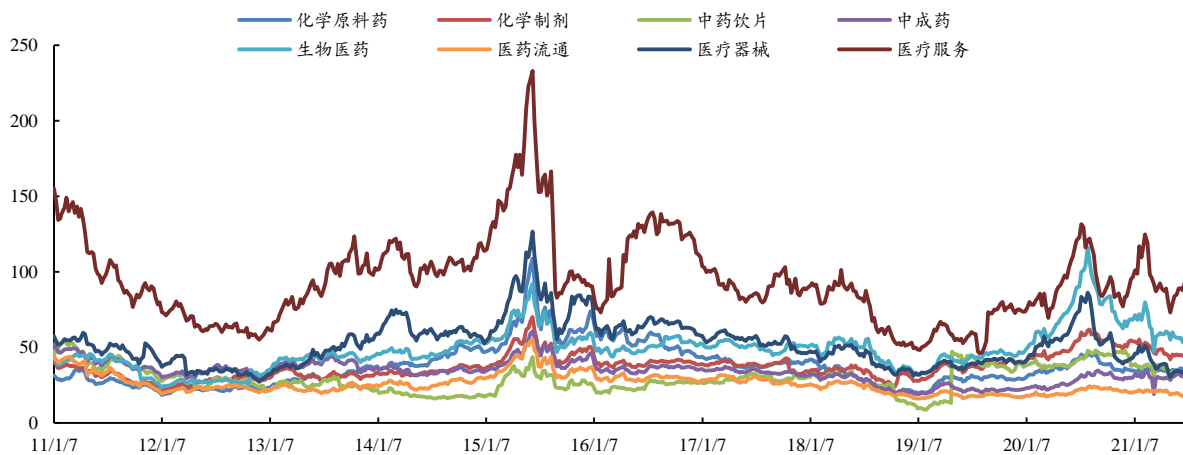
盈率方面，医疗服务、生物医药和化学制剂板块居于前三位，PE分别为91.82倍、54.68倍和44.58倍，PE环比上周分别下降1.88、0.85和0.07。

图表 7：2010 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 8：2010 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

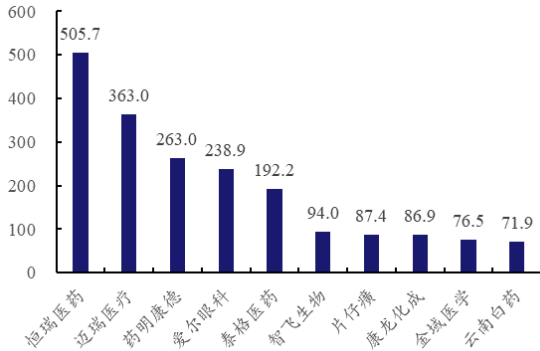
(二) 沪港通资金持仓变化：中药和生物制品占比有所增加

北上资金：A股医药股整体，截至2021年7月2日，陆港通医药行业投资3063.52亿元，相对2021年6月25日环比减少了60.52亿元；医药持股占陆港通总资金的21.61%，占比环比下降0.2pct。子板块方面，本周医疗服务（30.56%）、医疗器械（22.61%）、化学制药（23.36%）、生物制品（11.01%）和医药商业（4.21%）占比下降，中药（8.24%）

生物制品（11.01%）占比上升。

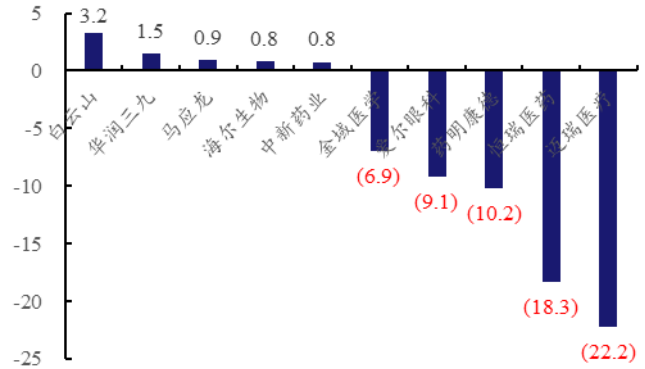
个股方面，A股医药股持股市值前五为恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科和泰格医药。净增持金额前三为白云山、华润三九和马应龙；净减持金额前三为恒瑞医药、迈瑞医药和药明康德。

图表 9：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

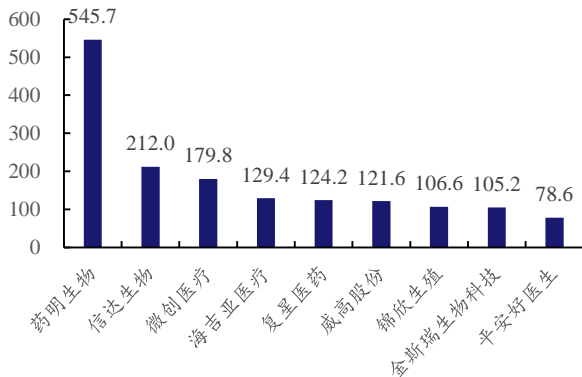
图表 10：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

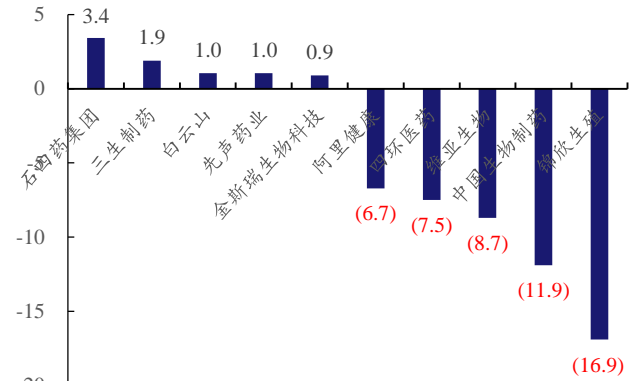
南下资金：H股医药股持股市值前五为药明生物、信达生物、微创医疗、海吉亚医疗和复星医药。净增持金额前三为石药集团、三生制药和白云山；净减持金额前三为锦欣生殖、中国生物制药和维亚生物。

图表 11：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 12：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 21/07/2
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
300653	正海生物	买入	1.0	1.3	1.7	2.2	77	57	45	35	76.30
300122	智飞生物	买入	2.1	3.2	4.2	5.0	146	86	51	37	144.92
300601	康泰生物	买入	1.0	1.7	2.8	3.9	88	56	43	37	181.40
600161	天坛生物	买入	0.5	0.6	0.7	0.9	146	86	51	37	144.92
002007	华兰生物	买入	0.9	1.1	1.3	1.6	75	62	50	40	35.09
002727	一心堂	买入	1.3	1.6	2.0	2.5	41	33	27	23	36.55
603233	大参林	买入	1.6	1.7	2.2	2.8	25	20	17	13	33.26
300760	迈瑞医疗	买入	5.5	6.7	8.2	9.9	38	29	23	18	50.68
300832	新产业	买入	2.3	1.5	2.1	2.7	82	67	55	45	451.08
603658	安图生物	买入	1.7	2.0	2.6	3.4	47	39	28	21	56.65
603882	金城医学	买入	3.3	3.1	3.0	3.5	58	37	28	22	73.75
300482	万孚生物	买入	1.9	1.9	2.4	3.1	45	33	26	21	63.82
300357	我武生物	买入	0.5	0.7	1.0	1.2	114	83	63	49	60.40
000513	丽珠集团	买入	1.8	2.1	2.5	2.9	26	23	19	17	47.93
600529	山东药玻	买入	0.9	1.2	1.5	1.9	34	27	21	17	31.89

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
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@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。