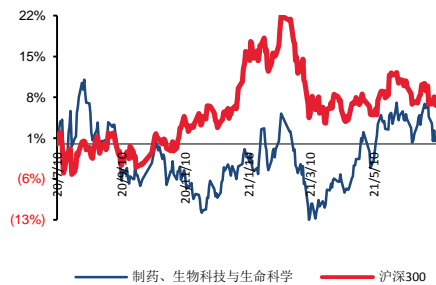


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 医药周报—植发需求旺盛、技术日益成熟，毛发医疗服务市场千亿可期

### ■ 走势对比



### ■ 子行业评级

#### 相关研究报告：

《业绩超预期，浆源获取能力强，浆量具备持续成长性》--2021/07/15  
《医药周报—板块回调，建议关注估值相对合理的细分领域》--2021/07/11

《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》--2021/07/04

#### 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

本周周报我们讨论我国毛发医疗服务市场的行业现状以及发展前景。

**我国毛发医疗服务行业需求旺盛、渗透率低、具备高成长性。**

根据卫健委 2019 年发布的脱发人群调查，我国脱发人群近年来直线上升，人数已超 2.5 亿。虽然脱发人群基数十分庞大，但目前真正接受了植发医疗服务的人数却很少。2020 年在中国进行的植发手术仅约为 51.6 万例，植发手术的渗透率仅为 0.21%。

根据艾瑞咨询发布的调研结果可以发现，对于脱发人群而言，拒绝植发的首要原因是认为脱发对生活没有影响，缺乏植发的动机；其次是对植发手术的风险和后遗症产生的排斥心理；此外，植发昂贵的价格也是植发医疗服务难以普及的重要原因。

**消费升级+技术成熟+营销造势，植发手术普及率稳步上升。**

虽然目前植发手术的普及率不高，但近年来，随着（1）收入水平的提升：对脱发产品的消费与经济发展水平有直接关系；（2）植发技术的发展：术中创口达到微创水平，出血少，一般术后一周消除肿胀，3-6 月能看到移植区长出新发，植发成功率能达到 90%；（3）媒体宣传以及对自身外貌的关注：营销造势和大规模开店成为了植发机构最直接、快速的推广教育和扩张方式，植发手术的普及率稳步上升。

中国毛发医疗服务市场规模正快速扩张，2020 年毛发医疗服务市场 2020 年的规模为 184 亿元，预计以复合年增长率 22.3% 的速度于 2030 年增长至 1,381 亿元。

**投资建议：积极关注港股 IPO 阶段企业雍禾医疗。**

雍禾医疗为中国的植发医疗服务市场及医疗养固服务市场各自的最大服务提供商，2020 年在植发医疗服务市场及医疗养固服务市场的市场份额分别约为 11% 及 5%。凭借领先的医疗检测和诊疗能力、持续的产品和服务创新，公司有望把握中国毛发医疗服务市场巨大的上升潜力。

#### 行情回顾：

生物医药板块上涨 2.07%，跑赢沪深 300 指数 1.57pct，跑赢创业板

指数 1.39pct，在 30 个中信一级行业中排名为中上水平。本周中信医药子板块普涨，其中医疗服务、生物医药和化学制剂板块上涨较多，分别上涨 4.57%、2.07% 和 1.88%。半年度已过，目前处于预测中报业绩阶段，部分业绩可能超预期个股或将实现良好市场表现。基于赛道和业绩增长，我们认为基本面优异的企业回调即是买入机会，因此仍建议紧抓服务+CXO 两条投资主线，关注服务领域如眼科（爱尔眼科、欧普康视、爱博医疗）、牙科领域（通策医疗、正海生物、奥精医疗、时代天使）以及 CXO 赛道（如药明生物、药石科技、康龙化成等）。

#### 投资建议：

建议配置估值合理、前期积累涨幅相对较小的板块如血制品、药店以及部分消费赛道个股。建议关注天坛生物、长春高新、迈瑞医疗以及药店板块等。

**1、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。

**2、长春高新：**新患表现依旧强势，短期业绩快速增长确定性高，当前估值性价比高；集采降价风险总体可控，长效水针快速放量趋势显著；长期渠道下沉带来市场渗透率提升以及成人适应症贡献增量市场，生长激素仍是好赛道。

**3、药店板块：**业绩稳定增长，长期成长逻辑不变。估值处于历史中枢以下，安全边际高，推荐一心堂、益丰药房、大参林和老百姓。

**4、迈瑞医疗：**我们估计 21Q2 发光恢复良好，有望显著超越国内同行跃居 TOP1；影像线随着高端化、专科化产品线的不断丰富，为 Q2 发展新亮点；长期看点包括微创、宠物、骨科等新兴业务高速增长。

#### 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

|    |   |   |
|----|---|---|
| 期  | 6 | 一、毛发医疗服务行业需求旺盛、渗透率低，消费升级+技术成熟+营销造势，发展前景明  |
|    |   | 二、行业观点及投资建议：建议关注业绩可能超预期的个股..... 10        |
|    |   | 三、公司研究 ..... 19                           |
|    |   | （一）天坛生物业绩预告点评：业绩超预期，浆源获取能力强，浆量具备持续成长性     |
| 19 |   |   |
|    |   | 四、板块行情 ..... 21                           |
|    |   | （一）本周板块行情回顾：子板块普涨，医疗服务、生物医药涨幅较大..... 21   |
|    |   | 1、本周生物医药板块走势：子板块普涨，医疗服务、生物医药涨幅较大 ..... 21 |
|    |   | 2、医药板块绝对估值震荡下行，溢价率处于十年历史均值附近 ..... 21     |
|    |   | （二）沪港通资金持仓变化：医疗服务占比最高达 30%..... 22        |

## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1: 中国毛发医疗服务的市场规模及增速 .....        | 6  |
| 图表 2: 中国毛发医疗服务结构: 植发为主、养固提升 .....   | 6  |
| 图表 3: 各年龄段睡眠时长和入睡时间 .....           | 7  |
| 图表 4: 病理性脱发中熬夜和焦虑的比例 .....          | 7  |
| 图表 5: 2018 年中国脱发人群拒绝植发的原因 .....     | 7  |
| 图表 6: 雍禾医疗植发医疗服务的患者人数稳步增长 .....     | 8  |
| 图表 7: 经济发达地区购买脱发产品的费用较高 .....       | 8  |
| 图表 8: FUT 与 FUE 两大主流植发技术的详细比较 ..... | 8  |
| 图表 9: 2018 年中国植发机构营销费用流向 .....      | 9  |
| 图表 10: 本周中信医药指数走势 .....             | 10 |
| 图表 11: 本周生物医药子板块涨跌幅 .....           | 10 |
| 图表 12: 本周中信各大子板块涨跌幅 .....           | 21 |
| 图表 13: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率 .....    | 22 |
| 图表 14: 2010 年至今医药各子行业估值变化情况 .....   | 22 |
| 图表 15: 北上资金陆港通持股市值情况 (亿元) .....     | 23 |
| 图表 16: 北上资金陆港通本周持股市值变化 (亿元) .....   | 23 |
| 图表 17: 南下资金港股通持股市值情况 (亿港元) .....    | 23 |
| 图表 18: 北上资金港股通本周持股市值变化 (亿港元) .....  | 23 |

## 一、毛发医疗服务行业需求旺盛、渗透率低，消费升级+技术成熟+营销造势，发展前景明朗

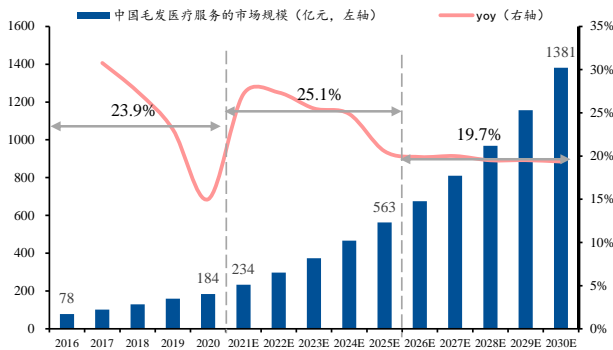
本周周报我们讨论我国毛发医疗服务市场的行业现状以及发展前景。

### （一）我国毛发医疗服务行业需求旺盛、渗透率低、具备高成长性。

受中国毛发问题快速普及、中国居民的人均可支配收入不断增长及对外表的自我意识提高等因素驱动，中国毛发医疗服务市场规模正快速扩张。根据Frost & Sullivan的资料，2020年毛发医疗服务市场2020年的规模为184亿元，预计以复合年增长率22.3%的速度于2030年增长至1,381亿元。

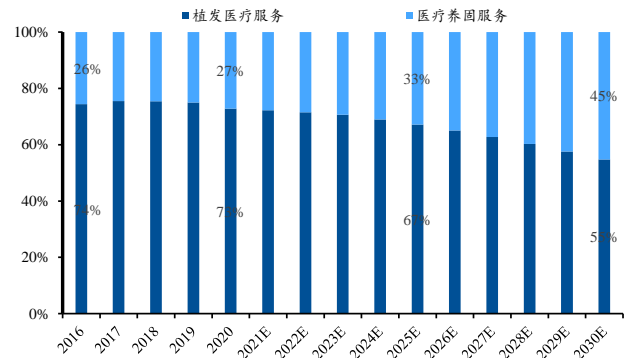
根据是否进行手术，中国毛发医疗服务市场可分为植发医疗服务市场及医疗养固服务市场。植发为一种治疗脱发的手术治疗，医疗养固融合医疗器械及药物等多种非手术治疗方式，能够满足存在各种头皮及头发问题的更大患者群体之多样化需求。2020年，植发医疗服务市场及医疗养固服务市场分别占中国毛发医疗服务市场的72.8%及27.2%。

图表 1：中国毛发医疗服务的市场规模及增速



资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

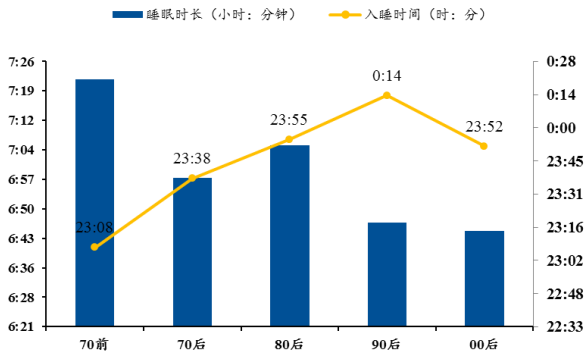
图表 2：中国毛发医疗服务结构：植发为主、养固提升



资料来源：Wind，雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

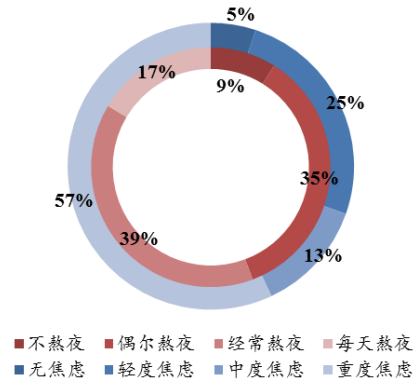
根据卫健委2019年发布的脱发人群调查，我国脱发人群近年来直线上升，人数已超2.5亿，意味着平均每4个成年人中就有1人有脱发情况。现代年轻人脱发问题的诱因主要表现为不良的作息习惯和较大的精神压力两大方面：（1）在病理性脱发的人群中，“经常熬夜”占比最高。经常熬夜会使内分泌系统和免疫系统紊乱，导致头皮毛囊产生一种毒素，降低头皮毛囊生命力，进而使头发大量脱落。（2）长期紧张、焦虑、从事脑力劳动，会使大脑的血流量明显增多，而头发、头皮毛囊的血液供应而相对减少，毛囊因血液供应不足而逐渐萎缩退化导致脱发。

图表 3：各年龄段睡眠时长和入睡时间



资料来源：Amazfit 米动大数据，太平洋证券整理

图表 4：病理性脱发中熬夜和焦虑的比例

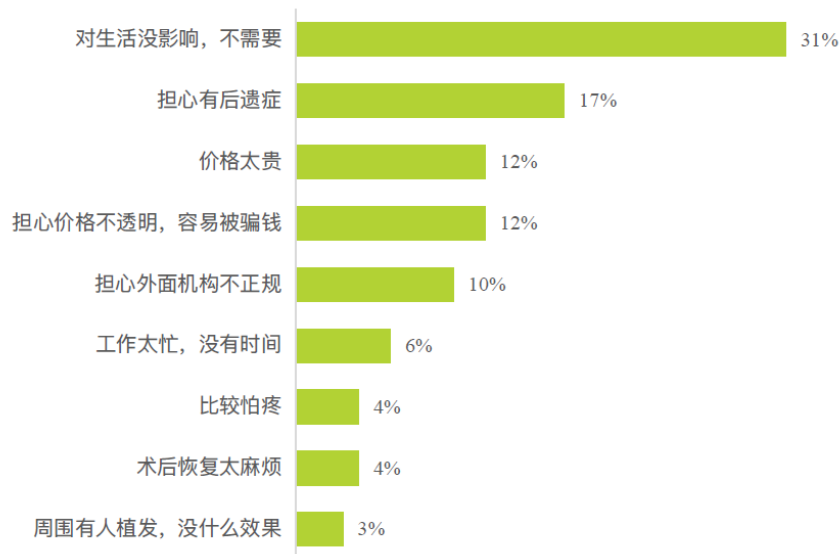


资料来源：《大学生脱发情况的调查和相关因素分析——以广州大学城为例》，太平洋证券整理

虽然我国饱受脱发困扰的人群十分庞大，但目前真正接受了植发医疗服务的人数却很少。根据弗若斯特沙利文的统计，2020年，在中国进行的植发手术仅约为51.6万例，相比于2.5亿的脱发人群基数，植发手术的渗透率仅为0.21%。

根据艾瑞咨询发布的调研结果可以发现，对于脱发人群而言，拒绝植发的首要原因是认为脱发对生活没有影响，缺乏植发的动机；其次是对植发手术的风险和后遗症产生的排斥心理；此外，植发昂贵的价格也是植发医疗服务难以普及的重要原因。

图表 5：2018 年中国脱发人群拒绝植发的原因



资料来源：艾瑞咨询，太平洋研究院整理

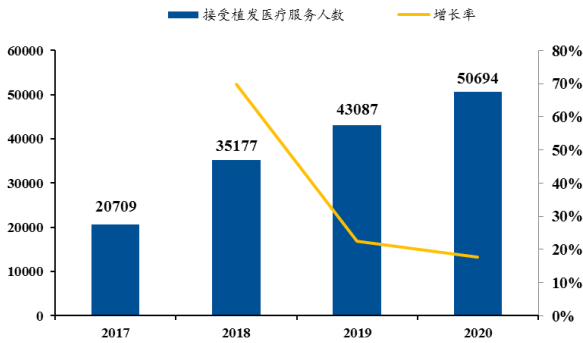


(二) 消费升级+技术成熟+营销造势，植发手术普及率稳步上升。

虽然目前植发手术的普及率不高，但近年来，随着收入水平的提升、植发技术的发展、媒体宣传以及对自身外貌的关注，植发手术的普及率稳步上升。从雍禾医疗过去三年接受植发医疗服务的患者人数可以看出，用户对植发的接受度在稳步提升。

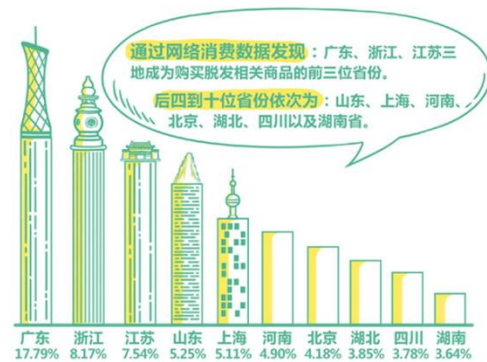
(1) 随着经济的发展和消费水平的提高，我国国民可支配收入稳步提升，国民可支配收入的提升带来人们对更多品类的消费升级。对脱发产品的消费与经济发展水平有直接关系，根据阿里健康对网络消费数据的统计结果，经济发达地区购买脱发产品的费用显著高于其他地区，广东、浙江、江苏消费量位居前三，消费额占比分别为17.79%、8.17%和7.54%。

图表 6：雍禾医疗植发医疗服务的患者人数稳步增长



资料来源：雍禾医疗招股书，太平洋证券整理

图表 7：经济发达地区购买脱发产品的费用较高



资料来源：阿里健康，太平洋证券整理

(2) 有很多患者会担心术后头皮疼痛、恢复时间长、植发成功率低等问题，但目前植发技术以及发展地较为成熟，术中创口达到微创水平，出血少，一般术后一周消除肿胀，3-6月能看到移植区长出新发，植发成功率能到达90%。FUT和FUE是目前毛发移植术中应用最为广泛的两种方法。

图表 8：FUT 与 FUE 两大主流植发技术的详细比较



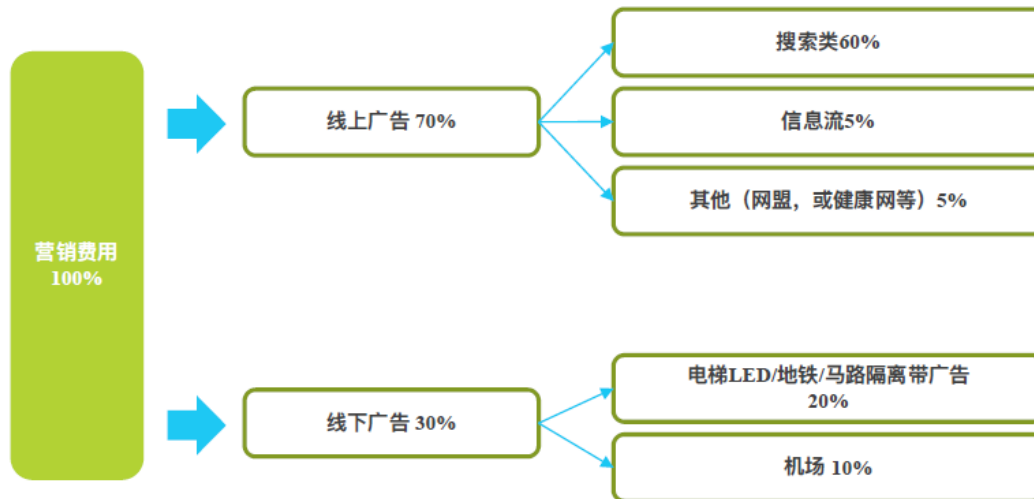


|             |  |   |
|-------------|--|---|
| <b>优势</b>   | <p>1、保持了毛发生长所需要元素的完整性，让术后效果更加自然。</p> <p>2、显微外科技术的运用大大减少破坏毛囊的几率，又提高了毛囊分离的效率，使手术的精密程度大幅度提高。</p> <p>3、可以将那些纤细的毛发移植到很小的植入切口。恢复时间快且不留痕迹。</p> <p>4、可一次获取大量的毛囊。使一次手术可以达到的移植效果最大化，使较大面积脱发的患者避免承受多次手术的痛苦。</p> | <p>1、增加了钝器剥离，较 Punch 方法减少毛囊损伤。</p> <p>2、最大的优点是取材处不会留下线型疤痕。</p>  |
| <b>劣势</b>   | <p>1、后供区部位会留有一条线型疤痕。而疤痕的大小以及明显程度不仅取决于患者的体质特征以及术后的恢复情况，更与医生的技术水平相关。</p>   | <p>1、毛囊的损伤率高。</p> <p>2、FUE 的供区面积约是 FUT 的 10 倍大小。</p> <p>3、FUE 手术时间过长。</p> <p>4、FUE 对中度和重度脱发是无能为力的</p> |
| <b>适用范围</b> | 仅适用于头发移植   | 适合小面积脱发、眉毛、睫毛、胡须等处的移植   |

资料来源：公开资料整理，太平洋研究院整理

(3) 植发技术门槛不高，虽然目前各家植发机构都推出了五花八门的创新植发技术，呈现差异化竞争格局，但在底层技术上并无明显的优劣。在无法从技术上拉开距离的情况下，营销造势和大规模开店成为了最直接的扩张方式。

图表 9：2018 年中国植发机构营销费用流向



资料来源：艾瑞咨询，太平洋研究院整理

**投资建议：积极关注港股IPO阶段企业雍禾医疗。**雍禾医疗为中国的植发医疗服务市场及医疗养固服务市场各自的最大服务提供商，2020年在植发医疗服务市场及医疗养固服务市场的市场份额分别约为11%及5%。凭借领先的医疗检测和诊疗能力、持续的产品和服务创新，公司有望把握中国毛发医疗服务市场巨大的上升潜力。

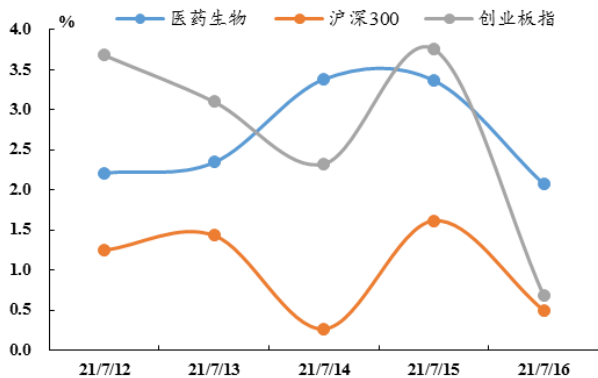
## 二、行业观点及投资建议：建议关注业绩可能超预期的个股

**行情回顾：**本周医药板块普涨，医疗服务、生物医药和化学制剂板块上涨较多。本周生物医药板块上涨2.07%，跑赢沪深300指数1.57pct，跑赢创业板指数1.39pct，在30个中信一级行业中排名为中上水平。本周中信医药子板块普涨，其中医疗服务、生物医药和化学制剂板块上涨较多，分别上涨4.57%、2.07%和1.88%。

半年度已过，目前处于预测中报业绩阶段，部分业绩可能超预期个股或将实现良好市场表现。基于赛道和业绩增长，我们认为基本面优异的企业回调即是买入机会，因此仍建议紧抓服务+CXO两条投资主线，关注服务领域如眼科（爱尔眼科、欧普康视、爱博医疗）、牙科领域（通策医疗、正海生物、奥精医疗、时代天使）以及CXO赛道（如药明生物、药石科技、康龙化成等）。

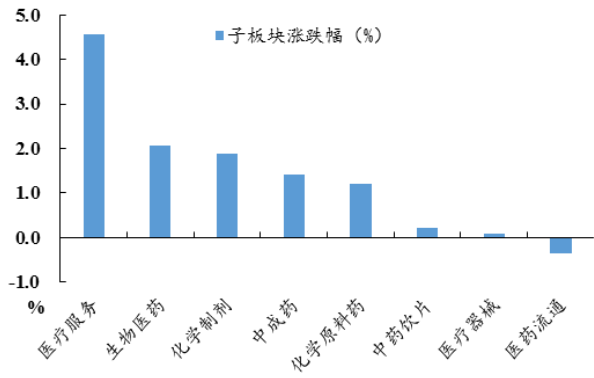
中长期，推荐创新药械、创新疫苗、创新药及创新药产业链板块，需求端顺应消费升级大趋势的连锁医疗服务（眼科、口腔科和辅助生殖），以及消费升级产品终端需求庞大，且通常远未被满足，随着群众认知度的提升和物质水平的提升，长期可保持稳健增长，估值消化确定性高，建议关注生长激素龙头企业长春高新；角膜塑形镜龙头企业欧普康视以及爱博医疗；国内舌下脱敏龙头我武生物。

图表 10：本周中信医药指数走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 11：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：WIND，太平洋证券整理

近期观点：医药板块涨幅创新高后出现回调，当前震荡局面下建议配置估值相对合理、前期积累涨幅相对较小的板块如血制品、药店以及部分消费赛道个股。建议关注天坛生物、长春高新、迈瑞医疗以及药店板块等。

**投资建议：**

**1、迈瑞医疗：疫情后国内海外迎新机遇，各业务亮点突出**

**【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（21Q1海外市场增速接近40%）。

**【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。

**【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、康泰生物：新冠灭活疫苗纳入紧急使用，业绩兑现加速，大品种进展催化

5月中旬公司研发的新冠灭活疫苗经国家卫健委提出建议，国家药监局组织论证同意紧急使用。公司的新冠灭活疫苗成为继国药、科兴、康希诺、智飞之后的第五家获批上市的国产新冠疫苗，成为普及疫苗接种、抗击新冠疫情的重要成员，预计年产能可达3亿剂以上。

临床数据优秀，产品竞争力强。2021年4月8日，公司灭活新冠疫苗I/II期临床试验数据预印版发布，显示出优异的安全性和免疫原性。中剂量5ug，0、28天两针免疫28天后，活病毒中和抗体GMT (IU/ml)为131.7，为康复者血清中和抗体GMT 49.7的2.65倍，是全球范围内非常优秀的水平，有望提供较高的保护效力，具有较强的产品竞争力。

大品种进展催化：13价已完成生产现场检查 and 检验工作，预计2021年中获批；人二倍体狂犬：已进入报产程序，预计年中拿到受理号，2022年上半年获批。后续大品种丰富，组分百白破为基础的五联苗、麻腮风水痘、4价EV71等大品种。

风险提示：研发不及预期风险，业绩不及预期风险，安全性风险。

## 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讲建成，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，全球市占率第四。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、长春高新：生长激素集采可能性以及影响小，成长逻辑不改

短期：根据草根调研情况，21年至今新患数据表现优异，21年全年新患入组同比增速有望达到50%+，考虑到长效和水针对粉针的替代以及用药时长的提升，结合我们新患月度滚动模型金赛生长激素全年销售额增速有望达到40%+。结合20Q3、Q4以来优异的净利率表现以及重组促卵泡素的恢复，金赛净利润增速具备超预期的可能。

中期：渠道下沉是提高渗透率、降低脱落率的核心，也是为未来更健康、更持久的发展奠定基础。预计公司未来将逐渐加大对下沉工作的考核力度，鉴于医生培养周期通常需要约一年时间，渠道下沉的初步效果预计将于2022年开始体现。此外金赛长效水针治疗成人生长激素缺乏症已进入临床II期，参考美国成人生长激素市场规模和占比（公开信息显示美国约75%生长激素使用者年龄超过20岁），预计长效水针获批之后国内成人市场（治疗+保健）也将得到迅速发展。

长期：以3%矮小症发病率计算，截至2019年的4-15岁存量患儿约587万人，考虑金赛、安科以及联合赛尔等市场主要参与企业的销售额，预计期间累计治疗患儿数仅42万人，存量市场渗透率不足10%。对于生长激素补充市场来说，销售网络布局壁垒高、医生培训成本和转换成本双高，构成行业核心壁垒。金赛作为龙头企业，在产品质量、医生教育方面有着绝对性优势，进口企业和Biotech在组建队伍、招标入院销售



方面存在多重阻碍，金赛70%市占率格局稳固。

风险提示：模型假设与实际不符；新患拓展不及预期；产品竞争降价超过预期；渠道下沉进展不及预期；研发进展不及预期。

### 5、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。

#### 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

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营运而生，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。

## 二、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常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。

#### ➤ 药店：处方外流带来市场扩容，药店龙头市占率将持续提升

医药分家大趋势下，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。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。药店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。

投资策略：建议关注益丰药房、大参林、老百姓和一心堂。

#### ➤ 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、公司研究

#### (一) 天坛生物业绩预告点评：业绩超预期，浆源获取能力强，浆量具备持续成长性

**事件：**公司公布 2021 年半年度业绩预告，2021 年上半年实现收入 18.11 亿元 (+16.50%)，利润总额 5.8 亿元 (+16.71%) 实现归母净利润 3.39 亿元 (+19.64%)，扣非归母净利润 3.34 亿元 (+20.50%)

**业绩增长超预期。**Q1、Q2 分别实现营业收入 8.47 亿元、9.64 亿元，同比 2020 年分别增长 11.8%、20.9%，同比 2019 年增长 19.9%、12.7%。20 年 Q2 受疫情影响，收入有所下滑。Q1、Q2 分别实现归母净利润 1.52 亿元、1.87 亿元，同比 2020 年分别增长 15.1%、23.0%，同比 2019 年增长 16.0%、15.4%。业绩增长情况好于中检院披露的批签发增长情况，预计公司有存货做缓冲，业绩增长超我们的预期。根据中检院披露数据以及我们的估算，2021 年 1-6 月份天坛白蛋白批签发 247 万支，同比下降 11%，天坛静丙批签发 161 万支，同比下降 4%。

**2021 年公司血制品供给有保障。**2020 年采浆量 1713 吨，与 2019 持平略有增长，截止 2020 年年末，存货为 21.72 亿元，较之 2019 年年底存货增加 2.22 亿元，其中原材料 8.4 亿元(+0.74 亿元)，在产品 11.09 亿元(+1.45 亿元)，库存商品 2.42 亿元(+0.18 亿元)。2020 年采浆量与 2019 持平略有增长，21 年上半年采浆恢复增长，2021 年血制品供给有保障。

**公司新获批 7 个浆站（含分浆站）浆源获取能力得到验证。**根据公告，上半年天坛生物新设 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。7 家（含分站）合计新增 200 吨采浆量。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，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。

**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；根据公告,2020 年底,永安项目工艺调试完成,进入试生产阶段。2021 年计划完成试生产、工艺验证，通过 GMP 现场检查，进入正式生产阶段。预计 2021 年永安血制投产后,产能释放以及新产品的投产，业绩有望大幅提升，根据公告，酶原复合物 2020 年底获批上市，预计重磅品种人凝血八因子 2021 年能获批上市，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。

**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。**

根据公告，2021 年 6 月底增资成都蓉生完成，预计公司 21-23 年归母净利润分别为亿元 7.71/9.85/12.17 亿元，增速 20.71%、27.70%和 23.61%，对应 PE 分别为 79/62/50 倍,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，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。



## 四、板块行情

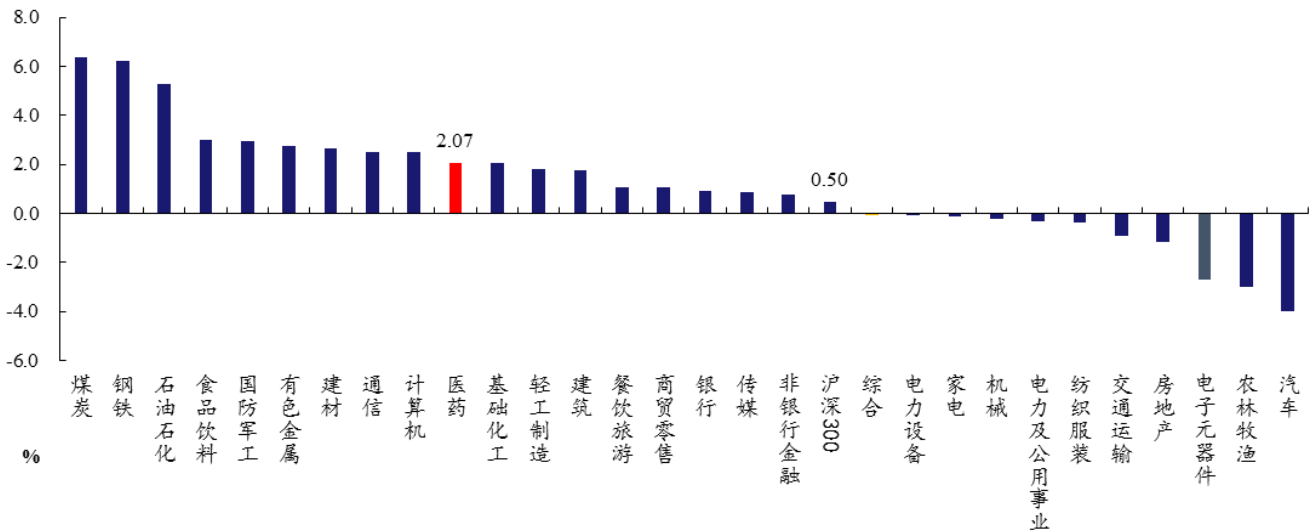
### (一) 本周板块行情回顾：子板块普涨，医疗服务、生物医药涨幅较大

#### 1、本周生物医药板块走势：子板块普涨，医疗服务、生物医药涨幅较大

本周（7月12日-7月16日）生物医药板块上涨2.07%，跑赢沪深300指数1.57pct，跑赢创业板指数1.39pct，在30个中信一级行业中排名靠前。本周中信医药子板块普涨，其中医疗服务、生物医药和化学制剂板块上涨较多，分别上涨4.57%、2.07%和1.88%。

个股涨跌幅方面，本周涨幅较大的子板块中，医疗服务主要是美迪西（12.72%）、昭衍新药（11.43%）和泰格医药（11.13%）；生物医药主要是神州细胞（20.27%）、我武生物（17.94%）和派林生物（14.38%）。

图表 12：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

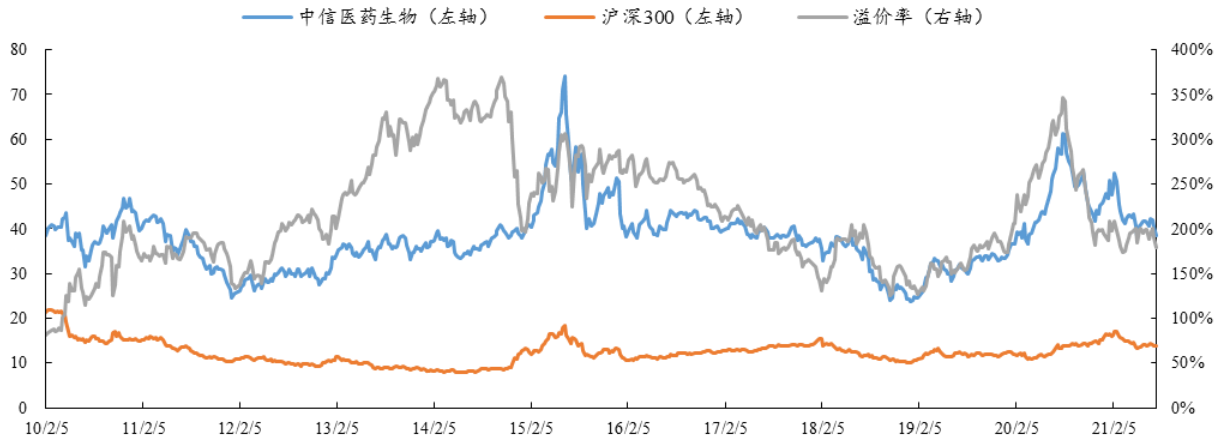
#### 2、医药板块绝对估值震荡下行，溢价率处于十年历史均值附近

医药板块绝对估值震荡下行，溢价率处于十年历史均值附近。截止2021年7月16日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为38.48，比上周下降1.78。医药行业相对沪深300的估值溢价率为178.71%，环比下降了11.05个百分点。医药板块整体估值近一月表现震荡。

各板块估值均回调，化学制剂等前期涨幅较大板块回调较多。子行业市盈率方面，

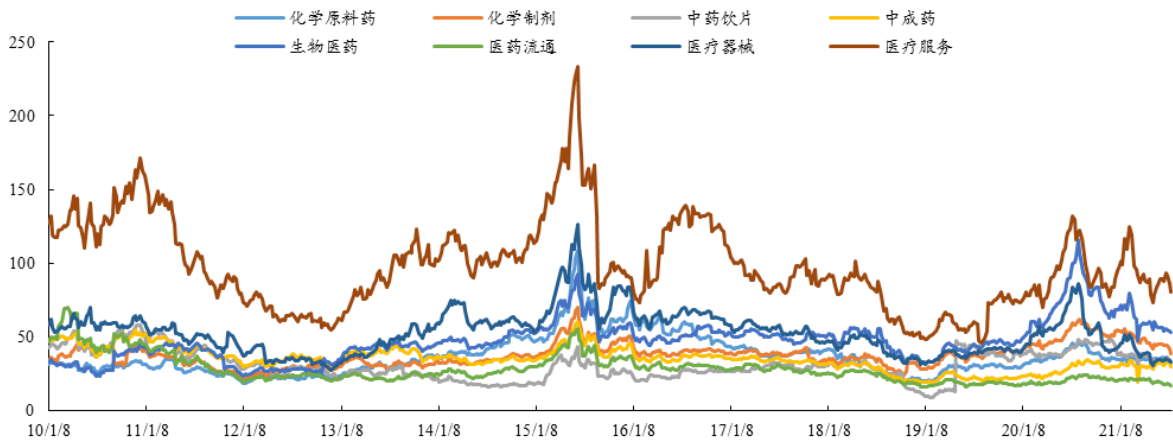
医疗服务、生物医药和化学制剂板块居于前三位，PE分别为80.43倍、53.48倍和38.67倍，PE环比上周分别下降6.61、1.11和7.10。

图表 13：2010 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 14：2010 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

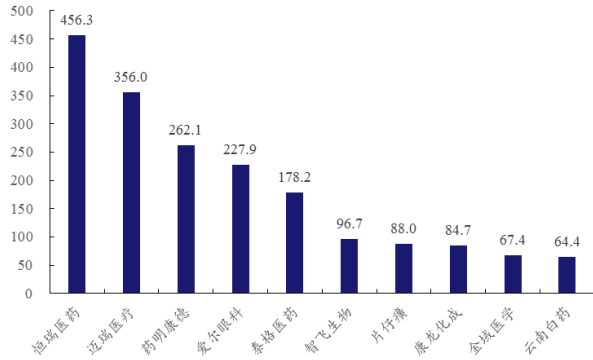
## （二）沪港通资金持仓变化：医疗服务占比最高达 30%

**北上资金：**A股医药股整体，截至2021年7月16日，陆港通医药行业投资2959.47亿元，相对2021年7月9日环比增加了39.95亿元；医药持股占陆港通总资金的20.73%，占比环比增加0.26pct。子板块方面，本周生物制品（12.88%）和医疗服务（30.20%）占比上升，医疗器械（22.57%）、化学制药（22.26%）、中药（7.98%）和医药商业

(4.12%) 占比下降。

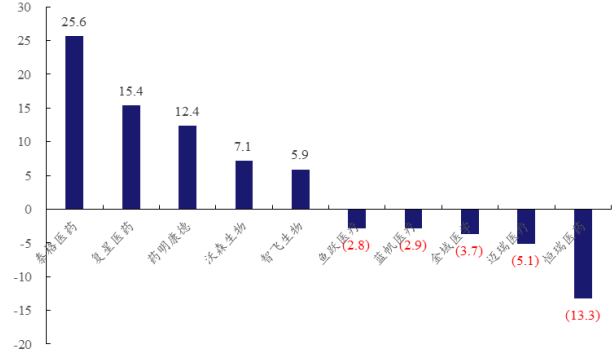
**个股方面**，A股医药股持股市值前五为恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科和泰格医药。净增持金额前三为泰格医药、复星医药和药明康德；净减持金额前三为恒瑞医药、迈瑞医药和金域医学。

图表 15：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

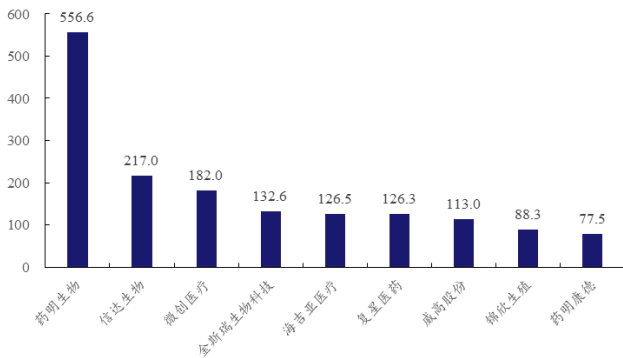
图表 16：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

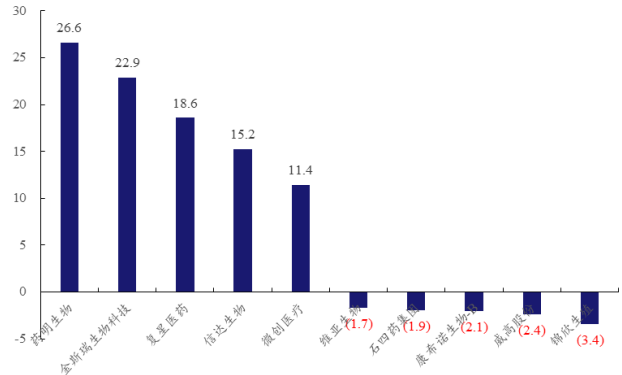
**南下资金**：H股医药股持股市值前五为药明生物、信达生物、微创医疗、海吉亚医疗和威高股份。净增持金额前三为药明生物、金斯瑞生物科技和复星医药；净减持金额前三为锦欣生殖、威高股份和康希诺生物-B。

图表 17：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 18：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<br>21/07/16 |
|--------|------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|----------------|
|        |      |      | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |                |
| 300653 | 正海生物 | 买入   | 1.0  | 1.3   | 1.7   | 2.2   | 34   | 72    | 40    | 31    | 67.25          |
| 300122 | 智飞生物 | 买入   | 2.1  | 3.2   | 4.2   | 5.0   | 34   | 72    | 45    | 38    | 186.50         |
| 300601 | 康泰生物 | 买入   | 1.0  | 1.7   | 2.8   | 3.9   | 149  | 88    | 52    | 38    | 147.20         |
| 600161 | 天坛生物 | 买入   | 0.5  | 0.6   | 0.7   | 0.9   | 89   | 74    | 59    | 48    | 41.64          |
| 002007 | 华兰生物 | 买入   | 0.9  | 1.1   | 1.3   | 1.6   | 42   | 34    | 28    | 23    | 37.03          |
| 002727 | 一心堂  | 买入   | 1.3  | 1.7   | 2.0   | 2.5   | 22   | 25    | 16    | 13    | 33.40          |
| 603233 | 大参林  | 买入   | 1.6  | 1.7   | 2.2   | 2.8   | 33   | 26    | 20    | 16    | 44.65          |
| 300760 | 迈瑞医疗 | 买入   | 5.5  | 6.7   | 8.2   | 9.9   | 79   | 65    | 53    | 44    | 434.00         |
| 300832 | 新产业  | 买入   | 2.3  | 1.5   | 2.0   | 2.7   | 46   | 38    | 27    | 21    | 55.24          |
| 603658 | 安图生物 | 买入   | 1.7  | 2.0   | 2.6   | 3.4   | 53   | 33    | 26    | 20    | 67.23          |
| 603882 | 金域医学 | 买入   | 3.3  | 3.2   | 3.0   | 3.5   | 39   | 40    | 42    | 37    | 128.00         |
| 300482 | 万孚生物 | 买入   | 1.9  | 1.9   | 2.4   | 3.1   | 40   | 30    | 24    | 18    | 56.99          |
| 000661 | 长春高新 | 买入   | 7.5  | 10.0  | 12.9  | 16.1  | 51   | 38    | 29    | 24    | 379.70         |
| 300357 | 我武生物 | 买入   | 0.5  | 0.7   | 1.0   | 1.2   | 77   | 144   | 74    | 58    | 71.00          |
| 000513 | 丽珠集团 | 买入   | 1.8  | 2.1   | 2.5   | 2.9   | 24   | 20    | 17    | 15    | 43.43          |
| 600529 | 山东药玻 | 买入   | 0.9  | 1.2   | 1.5   | 1.9   | 37   | 29    | 23    | 19    | 34.92          |

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。